

RESUMO: A Directiva 2006/68/CE, de 6 de Setembro, veio revogar a proibição absoluta que impedia sobre as operações de assistência financeira, as quais passam a ser admitidas mediante o preenchimento de um conjunto de requisitos exigentes e onerosos. Ao optar pela sua não transposição para o ordenamento jurídico interno, o legislador nacional tomou posição num debate que assolava o espaço comunitário desde há décadas. O presente artigo procede à análise da proibição de assistência financeira – a qual se mantém, pois, entre nós –, dando-se especial destaque à sua aplicação a operações de *leveraged buy-outs*.

ABSTRACT: Directive 2006/68/CE, of 6 September, repealed the absolute prohibition of financial assistance, which is now accepted by fulfilling a set of demanding and costly requirements. By choosing not to transpose the abovementioned Directive into national law, the Portuguese legislator adopted a firm position in a debate that plagued the Community for decades. This paper examines the prohibition of financial assistance – which remains, therefore, in force among us –, with particular emphasis on its application to *leveraged buy-out* operations.

INÊS PINTO LEITE *

Da proibição de assistência financeira *O caso particular dos Leveraged Buy-Outs*

Introdução **

O tema que nos propomos tratar no presente artigo reporta-se à proibição, que impende sobre as sociedades anónimas^{1/2}, de conceder empréstimos, prestar garantias ou, por qualquer outra forma, fornecer fundos a um

* Advogada estagiária na Morais Leitão, Galvão Teles, Soares da Silva & Associados

** O artigo que ora se publica corresponde, com ligeiras alterações, à dissertação de mestrado (em Direito da Empresa e dos Negócios) concluída em 30 de Maio de 2010 e arguida publicamente em 9 de Julho de 2010, na Universidade Católica Portuguesa – Escola de Direito do Porto. Impõe-se, como tal, que se mantenham os agradecimentos que então se fizeram: desde logo, ao orientador da referida dissertação, Senhor Professor Doutor José Engrácia Antunes, cuja colaboração e disponibilidade constantes se revelaram imprescindíveis para atingir os objectivos a que nos propusemos. Não podemos deixar de manifestar o nosso reconhecimento igualmente para com a Morais Leitão, Galvão Teles, Soares da Silva & Associados, em particular para com os Senhores Drs. Eduardo Verde Pinho e Jorge Simões Cortez, pela disponibilidade, apoio e incentivo sempre demonstrados. Por fim, impõe-se ainda uma palavra de agradecimento ao Senhor Professor Doutor Rui Pinto Duarte, pelas pertinentes sugestões bibliográficas apresentadas.

¹ Doravante, SA.

terceiro para que o mesmo subscreva ou adquira acções representativas do seu capital social. Esta interdição, que a doutrina intitula de *proibição*

² A doutrina diverge quanto à aplicação (analgica) da proibição de assistência financeira às sociedades por quotas (cfr., p. ex., JOÃO LABAREDA, *Direito Societário Português – Algumas Questões*, Lisboa, Editora Quid Iuris, 1998, p. 189, NR 22, que defende que a proibição será de aplicar, e BERNARDO ABREU MOTA, «Proibição de Assistência Financeira. Notas para a sua interpretação e aplicação (Parte II)», in *Actualidad Jurídica Uría Menéndez* (15), 2006, p. 91, que defende precisamente o oposto). A este propósito, consideramos que existe um conjunto de argumentos que parece impedir a aplicação analógica da citada proibição. Desde logo, suscita-nos dúvidas o facto de não se encontrar uma norma paralela ao art. 322.º no capítulo do CSC dedicado às sociedades por quotas; não cremos que tal ausência consubstancie uma lacuna, passível de integração por via da analogia: o art. 220.º, dedicado à «[a]quisição de quotas próprias», remete exclusivamente para o art. 324.º, o que, à partida, indicará que o legislador pretendeu afastar propositadamente a aplicação do art. 322.º. Ora, a ser assim, o princípio da autonomia privada dita que não poderá o intérprete coarctar a liberdade dos sujeitos jurídicos, quando a lei não o fez – neste caso, não poderá o julgador vedar às sociedades por quotas uma conduta que, aparentemente, lhes é permitida pela lei. Acresce que, nos termos do art. 9.º do CC, dever-se-á presumir que o legislador se expressou correctamente, que «*soube exprimir o seu pensamento em termos adequados*», o que reforça a conclusão anterior. Por outro lado, o facto de a violação da proibição em análise conduzir à responsabilidade criminal dos administradores da sociedade assistente (cfr. art. 510.º do CSC) parece, igualmente, afastar a aplicação analógica da aludida proibição às sociedades por quotas, em honra do princípio da legalidade penal – *nullum crimen sine lege stricta* (cfr. AMÉRICO A. TAIPA DE CARVALHO, *Direito Penal, Parte Geral – Questões Fundamentais*, Porto, Publicações Universidade Católica, 2003, pp. 206 e ss.). Por fim, as inúmeras diferenças estruturais entre as sociedades anónimas e as sociedades por quotas (tais como a diferente extensão do direito de informação dos respectivos sócios num e noutro tipo societário; o maior poder de intervenção concedido aos sócios de uma sociedade por quotas, na prossecução do correspondente objecto social, do que aquele que é reservado aos accionistas; a protecção que é supletivamente concedida à transmissão de quotas, em comparação com a livre transmissibilidade de acções; o conjunto de competências que a lei atribui à assembleia geral de um e de outro tipo de sociedade comercial, em contraposição com os poderes dos respectivos órgãos de administração, etc.) devem, igualmente, ser ponderadas, podendo justificar a intenção legislativa de não proibir a assistência financeira nos casos em que a mesma seja prestada por uma sociedade por quotas. É certo que o regime de aquisição de quotas próprias se revela extremamente restritivo, superando, nesse aspecto, o regime de aquisição de acções próprias – note-se que o mencionado art. 220.º do CSC apenas permite a aquisição de quotas próprias integralmente liberadas (salvo no caso de perda a favor da sociedade), e em três situações especificadas no seu n.º 2: a título gratuito, em acção executiva movida contra o sócio, ou se, para esse efeito, a sociedade dispuser de reservas livres em montante não inferior ao dobro do contravalor a prestar; obrigando, ainda, à manutenção de uma reserva indisponível, em montante igual àquele por que as quotas próprias estejam contabilizadas, enquanto estas se mantiverem em poder da sociedade. Porém, este argumento afigura-se insuficiente para efeitos de determinar a aplicação da proibição de assistência financeira às sociedades por quotas, na medida em que nada impõe que tal grau de restrição se aplique transversalmente e *in toto* ao respectivo regime

de assistência financeira e que, em Portugal, se encontra consagrada no art. 322.º do CSC³, tem-se revelado fonte de discórdia e controvérsia, sobretudo na doutrina estrangeira⁴, desde a sua consagração inicial.

O tema afigura-se do maior interesse. Com efeito, vários são os aspectos sob discussão no que se refere à proibição de assistência financeira: desde a sua fundamentação às consequências da sua violação, debate-se, inclusive, o seu aparecimento cronológico. Na verdade, muito embora seja pacífico que a Directiva 77/91/CEE⁵ – que motivou o aparecimento desta proibição na maioria dos ordenamentos jurídicos europeus⁶ – se inspi-

legal. Concluímos, pois, pela não aplicação da referida proibição a este tipo societário. Cfr., ainda, RAFAEL MARIMÓN DURÁ, *La Asistencia Financiera de una Sociedad Limitada a sus Socios, Administradores y a Otras Sociedades de su Grupo*, Navarra, Aranzadi, 2006, para uma análise profunda desta questão no ordenamento jurídico espanhol.

³ Todos os artigos que se refiram no texto sem indicação do diploma legal pertencem ao Código das Sociedades Comerciais (aprovado pelo DL 262/86, de 2 de Setembro; na redacção do DL n.º 49/2010, de 19 de Maio). O art. 322.º resultou da transposição para o ordenamento jurídico nacional do art. 23.º da Segunda Directiva. Surpreendentemente, foi apenas num segundo momento, com o DL 280/87, de 8 de Julho, que foram positivadas as excepções previstas no aludido art. 23.º, referentes à assistência financeira concedida a pessoal da sociedade e às operações correntes dos bancos. O texto legal viria ainda a ser objecto de uma rectificação formal, com o DL 257/96, de 31 de Dezembro, que corrigiu um lapso na redacção e lhe concedeu a sua forma final, inalterada até à data. Assim, actualmente, este art. dispõe, no seu n.º 1, que «[u]ma sociedade não pode conceder empréstimos ou por qualquer forma fornecer fundos ou prestar garantias para que um terceiro subscreva ou por outro meio adquira acções representativas do seu capital». O n.º 2 autoriza as operações de assistência financeira quando «se enquadrem nas operações correntes dos bancos ou de outras instituições financeiras, [ou se tratem de] operações efectuadas com vista à aquisição de acções pelo ou para o pessoal da sociedade ou de uma sociedade com ela coligada; todavia, de tais transacções e operações não pode resultar que o activo líquido da sociedade se torne inferior ao montante do capital subscrito acrescido das reservas que a lei ou o contrato de sociedade não permitam distribuir». Por fim, o n.º 3 da referida norma contém a sua estatuição: «[o]s contratos ou actos unilaterais da sociedade que violem o disposto no n.º 1 ou na parte final do n.º 2 são nulos».

⁴ Com efeito, e salvo honrosas excepções, este tema tem sido objecto de escasso tratamento doutrinal, entre nós, até à presente data.

⁵ Publicada no JOUE (L) n.º 26, de 31.1.1977, pp. 1-13. Edição especial portuguesa: Capítulo 17, Fascículo 1, p. 44. De ora em diante, designada abreviadamente por Segunda Directiva.

⁶ A proibição de assistência financeira encontra-se naturalmente presente no ordenamento jurídico de todos os Estados-Membros, embora com certas disparidades: nalguns países, as respectivas regras só são aplicáveis a *public companies* (p. ex., Alemanha – cfr. DANIELA WEBER REY e ARNDT STENGEL, «Germany», in *International Financial Law Review: Mergers and Acquisitions Yearbook* (1999), pp. 26-31, assim como CHRISTIAN BRODERSEN e WALTER HENLE, «Germany», in *International Financial Law Review: Building for strenght* (1993), pp. 22-27), noutros, são aplicáveis quer a *public* quer a *private companies*, pese embora com algumas diferenças residuais (p. ex., Holanda – cfr. EWOUT J. STUMPHIUS, «Netherlands: M&A

rou no direito britânico⁷, a doutrina italiana e a doutrina britânica têm disputado, ao longo das últimas décadas, o privilégio de ser o respectivo país considerado aquele em que a aludida proibição foi, pela primeira vez, positivada⁸.

Recentemente, esta matéria foi revisitada, a nível comunitário, pela Directiva 2006/68/CE⁹, que, confirmando as linhas mestras de um debate que assolava o espaço comunitário desde há décadas, veio alterar a redacção originária do art. 23.º da Segunda Directiva¹⁰. De acordo com a nova redacção deste preceito, a assistência financeira passa, agora, a ser permitida, mediante o preenchimento de vários requisitos cumulativos. Esta alteração foi incorporada na maioria dos ordenamentos jurídicos europeus, tendo Portugal sido um dos poucos países que optou pela não trans-

In The Netherlands - Financial Assistance», disponível em <http://www.mondaq.com/article.asp?articleid=2209>, consultado pela última vez em 31 de Março de 2011, ou David VIËTOR e META VAN DER ZANDEN, «Repeal of the Dutch Financial Assistance Prohibition for BVs: Are We Just Dressing Old Worlds New?», disponível em <http://www.chasecambria.com/site/journal/article.php?id=453>, consultado pela última vez em 31 de Março de 2011 – e Hungria – cfr. LASZLO NAGY, «Hungary», in *International Financial Law Review* (2003), pp. 81 e ss.), e outros existem ainda onde são aplicáveis indistintamente (p. ex., Bélgica – cfr. BRIAN DELMOTTE, «New Belgian Rules on Financial Assistance» in *Altius Publications*, 2008, p. 1 e ss.). Para mais sobre este assunto, e para uma correcta distinção das *private* e *public companies*, anteriormente mencionadas, v. MADS ANDENAS e FRANK WOOLDRIDGE, *European Comparative Company Law*, Cambridge, Cambridge University Press, 2009 (reimp.: 2010), pp. 99 e ss. e pp. 246 e ss..

⁷ Aliás, a proibição de assistência financeira foi incorporada na Directiva 77/91/CEE por sugestão da comitiva britânica, considerando que, no Reino Unido, vigorava tal proibição desde 1929. Sobre a proibição de assistência financeira no Reino Unido, v. SAM KESSLER, «United Kingdom: Private Acquisitions & Reorganisations in the UK: Companies Act 2006 provisions coming into force in 2008», disponível em <http://www.mondaq.com/article.asp?articleid=66696> (consultado pela última vez em 31 de Março de 2011).

⁸ Sobre esta questão, v. RICARDO BAYONA GIMÉNEZ, *La Prohibición de Asistencia Financiera para la Adquisición de Acciones Propias*, Navarra, Aranzadi, 2002, pp. 137 e ss.. V., igualmente, a NR 13 *infra*.

⁹ Publicada no JOUE (L) n.º 264, de 25.9.2006, pp. 32-36. Referimo-nos ao art. 1.º, n.º 6, da Directiva 2006/68/CE. Doravante, designada apenas por Directiva.

¹⁰ Incluiu-se, ainda, o art. 23.º-A, o qual dispõe que «[q]uando membros individuais do órgão de administração ou de direcção da sociedade que seja parte numa operação prevista no n.º 1 do art. 23.º, ou do órgão de administração ou de direcção de uma empresa-mãe na acepção do art. 1.º da Directiva 83/349/CEE do Conselho, de 13 de Junho de 1983, relativa às contas consolidadas, ou a própria empresa-mãe, ou pessoas agindo em nome próprio, mas por conta dos membros desses órgãos ou dessa empresa, forem contrapartes numa tal operação, os Estados-Membros devem assegurar, através de garantias adequadas, que essa operação não é contrária aos interesses da sociedade».

posição da aludida Directiva¹¹. Ora, é inegável que este recente desenvolvimento contribuiu para o já outrora incontestável interesse teórico-prático desta matéria, reacendendo o debate sobre a racionalidade da proibição em questão e dotando-o de uma extraordinária actualidade.

Iniciaremos o estudo deste tema com uma breve reflexão sobre a *ratio* que subjaz à proibição de assistência financeira. Em seguida, deter-nos-emos sobre os contornos deste instituto, tal como se encontra positivado no art. 322.º do CSC: analisar-se-ão, assim, os pressupostos de que depende o preenchimento da proibição contida nesta norma, bem como as excepções que esta consagra; as modalidades que pode revestir a assistência financeira e as consequências que derivam da violação da sua proibição. Procurando concretizar uma exposição predominantemente teórica, recorreremos a uma operação especialmente relevante do ponto de vista económico – os *leveraged buy-outs*¹² – com a qual se pretende ilustrar a importância prática da proibição sobre que ora nos debruçamos. Por fim, e não obstante não ter sido a mesma objecto de transposição entre nós, abordar-se-ão sumariamente as alterações consagradas pela Directiva 2006/68/CE, numa perspectiva de *iure condendo* de um regime que o legislador português optou por deixar inalterado.

I. Fundamento da proibição de assistência financeira

A *ratio* subjacente à proibição de assistência financeira consiste, porventura, na questão que mais controvérsia tem suscitado no âmbito deste instituto jurídico. Tradicionalmente¹³, generalizou-se a ideia de que a sua

¹¹ A Directiva 2006/68/CE é de transposição facultativa (cfr., quanto a esta matéria, sobretudo em relação com o princípio do efeito directo do Direito Comunitário, FAUSTO DE QUADROS, *Direito da União Europeia*, Coimbra, Almedina, 2009, pp. 429 e ss.), tendo o legislador português optado pela sua não transposição (informação constante das Medidas Nacionais de Execução da Directiva 2006/68/CE, disponível em www.eur-lex.europa.eu, consultado pela última vez em 31 de Março de 2011). O ordenamento jurídico português distanciou-se, assim, do Reino Unido (*Statutory Instrument* 2009/2022), de Itália (DL 142/2008), da Irlanda (DL 89/2008), de Espanha (Ley 3/2009), da Bulgária (L. 104/2007), da Bélgica (Decreto-Real de 8 de Outubro de 2008), de Malta (Act IX de 2008), entre outros, que optaram pela transposição da referida Directiva.

¹² Doravante, LBO.

¹³ A proibição de assistência financeira foi positivada, pela primeira vez, no ordenamento jurídico britânico, na *section* 45 do Companies Act de 1929, com o propósito de completar a disciplina vigente sobre as autoparticipações – motivo pelo qual alguma doutrina entende que a origem da proibição de assistência financeira se reconduz aos argumentos invocados na decisão do caso *Trevor vs. Whitworth* (1887), caso jurisprudencial que fundamentou, no Reino Unido, a proibição absoluta de aquisição de acções próprias (cfr. BRETT W. KING,

«Past its prime» in *International Financial Law Review* (2007), pp. 1 e ss., explica que, então, se entendia que «*the provision of financial assistance by a company offended against the spirit, if not the letter of the law which prohibits a company from trafficking in its own shares*»). Esta consagração surge na sequência das recomendações formuladas pela Comissão Greene (comissão de especialistas, nomeada em 1926, pelo Departamento de Comércio e Indústria do Reino Unido e liderada pelo jurista M.R. Greene), que manifestou a sua preocupação com a proliferação, no período pós-I.^a Guerra Mundial, de certas operações de crédito destinadas a adquirir o controlo de uma empresa, nas quais a dívida contraída com essa finalidade era financiada com os fundos da própria empresa. No seu relatório, a Comissão Greene considerou que estas operações atentavam directamente contra a proibição de aquisição de acções próprias, uma vez que o resultado final parecia coincidir: a sociedade satisfazia, efectivamente, a compra dos seus títulos com recurso aos seus próprios bens. Alarmado, o legislador britânico consagrou-a numa norma de formulação extraordinariamente lata, proibindo todas as condutas empreendidas *com a finalidade* ou *em conexão* com a aquisição de acções da sociedade assistente, com excepção daquelas que visassem facilitar a aquisição de acções pelos trabalhadores da companhia ou aquelas operações que se integrassem no curso negocial ordinário das instituições bancárias (a sanção prevista para a violação desta proibição era, contudo, surpreendentemente reduzida, limitando-se a uma multa de valor insignificante, o que foi fortemente criticado pela doutrina britânica). Em 1962, uma nova comissão de especialistas criticou a excessiva amplitude da proibição de assistência financeira, bem como a sua integral equiparação ao regime das autoparticipações, sugerindo que, não obstante a sua função essencialmente preventiva (destinada a evitar múltiplos e heterogéneos abusos especulativos), a mesma não abrangesse operações realizadas com interesse comercial legítimo e de *bona fide*. No final, a Comissão Jenkins concluiu pela manutenção de uma formulação lata de proibição de assistência financeira, com base na dificuldade de encontrar uma fórmula legal que discriminasse todas as formas possíveis de abusos, mas teve o inegável mérito de reconhecer que as operações de assistência financeira não atentam necessariamente contra a proibição de aquisição de acções próprias, logrando alertar a doutrina e a jurisprudência britânicas da época para o excessivo âmbito de aplicação e para os efeitos demasiado rigorosos da norma em questão. No movimento reducionista que se seguiu, ganhou relevo o propósito das partes aquando da celebração da operação de assistência, pelo que não surpreendeu que a respectiva norma fosse objecto de reformulação no Companies Act de 1981, onde se redefiniu o próprio conceito de assistência financeira: substituiu-se a expressão «*com a finalidade ou em conexão com*» por, simplesmente, «*com a finalidade*». Simultaneamente, foram consagradas as intituladas *purpose exceptions*: em traços gerais, estas «excepções» permitiam a uma sociedade a prestação de assistência financeira para a aquisição de acções, quando o propósito principal do acto ou do negócio de financiamento não fosse o de facilitar essa aquisição (por outras palavras, quando este se revelasse um mero propósito incidental de uma operação mais vasta da sociedade), exigindo-se, ainda, que a sociedade agisse de boa-fé. Alguma doutrina e jurisprudência (cfr. NR 82 *infra*) questionou a compatibilidade das *purpose exceptions* com o art. 23.º da Segunda Directiva, que não contempla a possibilidade de exclusão de aplicação da referida proibição nos casos consagrados pelas mesmas. Com o Companies Act de 1981, foi ainda introduzida a excepção que se tornou conhecida como *whitewash procedure*: um procedimento que autorizava as operações de assistência financeira, desde que as mesmas fossem aprovadas pelos accionistas e que os respectivos administradores assegurassem a

consagração visava dar resposta à necessidade de impedir fraudes ao regime da aquisição, pela sociedade, de acções próprias¹⁴, complementando-o de

solvabilidade actual, e no futuro próximo, da respectiva sociedade. Este procedimento, não obstante relevante, foi considerado, porém, demasiado oneroso e «*disproportionate to any benefit*» (KING, *op. cit.*, p. 3). Por fim, o Companies Act de 2006 (o qual entrou em vigor em 1 de Outubro de 2008) excluiu as *private companies* do âmbito de aplicação da proibição de assistência financeira, no seguimento das solicitações, nesse sentido, do mercado britânico, influenciado pelo *boom* de operações de LBO que se sentiu, no Reino Unido, no final da década de noventa. Em Itália, a proibição de assistência financeira nasceu no âmbito da proibição absoluta de aceitação das acções da sociedade como garantia de empréstimos concedidos pela mesma aos respectivos sócios, a qual constava do art. 144.º do Código Comercial italiano de 1882, na sequência das recomendações da Comissão Caveri (comissão ministerial constituída em Itália, em 1869, com a finalidade de estudar as reformas a introduzir no direito societário italiano), bem como dos projectos Vigliani-Finali e Mancini, datados, respectivamente, de 1874 e 1877. A sua *ratio* assentava não tanto na inidoneidade das acções da sociedade para servir de garantia, mas sim na preocupação suscitada pelo acto de disposição de fundos derivado do empréstimo concedido ao sócio, temendo-se que o mesmo propiciasse uma devolução encoberta da obrigação de entrada deste. *I.e.*, contrariamente ao regime britânico, a tónica da proibição não assentava na detenção, pela sociedade, de acções próprias, mas na necessidade de evitar a eventual despatrimonialização resultante do empréstimo concedido pela mesma. O aludido art. 144.º mencionava, na parte final, que «*in nessun caso essi possono accordare sulle azioni stesse alcuna anticipazione*», expressão onde a doutrina italiana reconhece os primórdios da actual proibição de assistência financeira. Aceitando-se tal tese ou não, certo é que a primeira formulação positiva da referida proibição ocorre com o Código Civil de 1942, a título de complemento da mencionada proibição de realizar empréstimos garantidos por acções próprias. O legislador italiano aperfeiçoava, assim, o regime desta interdição, acrescentando no seu âmbito de aplicação aqueles negócios jurídicos que, muito embora não directamente subsumíveis ao regime das acções próprias, eram-lhe assimiláveis quanto aos efeitos produzidos. Cfr. ANDREA VICARI, *L'assistenza Finanziaria per L'Acquisto del Controllo delle Società di Capitali*, Milão, Dott. A. Giuffrè Editore, 2006, pp. 13 e ss..

¹⁴ Sobre o regime jurídico das acções próprias, cfr., p. ex., RAUL VENTURA, «Auto-Participação da Sociedade: as Acções Próprias» in ROA (38), vol. II/III, 1978, pp. 217-478, JOÃO LABAREDA, *Das Acções das Sociedades Anónimas*, Lisboa, Associação Académica da Faculdade de Direito, 1988, pp. 79 e ss., ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, «Das acções próprias: dogmática básica e perspectivas de reforma - I» in RDS, ano I (3), 2009, pp. 637-646; JOÃO GOMES DA SILVA, «Acções Próprias e interesses dos accionistas» in ROA (60), vol. III, 2000, pp. 1221-1296; CÁNDIDO PAZ-ARES e ANTÓNIO B. PERDICES HUETOS, «Adquisición originaria de acciones propias» in *Revista Jurídica de la Universidad Autónoma de Madrid* (6), Janeiro, 2002, pp. 191-246; JOSÉ GABRIEL PINTO COELHO, «A Aquisição de acções próprias para Sociedades Anónimas» in RFDUL, vol. XI, 1955, pp. 73-95 e MIGUEL BRITO BASTOS, «As consequências da aquisição ilícita de acções próprias pelas sociedades anónimas» in RDS, ano I (1), 2009, pp. 185-224. Para uma perspectiva tributária e contabilística do regime das acções próprias, pese embora ainda sob a égide do Plano Oficial de Contabilidade, v. MANUEL ANSELMO TORRES, «O regime comercial e tributário das acções próprias decorrente da sua contabilização» in *Direito do Balanço e as Normas Internacionais de Relato Financeiro*, AA.VV.,

forma a evitar operações cujo resultado económico e administrativo fosse o mesmo¹⁵. Mais recentemente, contudo, a doutrina tem alertado para a incoerência e insuficiência deste argumento como fundamento da proibição em apreciação¹⁶.

Com efeito, para além de tal não explicar a diferença de regimes¹⁷ (proibição absoluta de concessão de assistência financeira *vs.* proibição relativa de aquisição de acções próprias), muitas são as diferenças estruturais¹⁸ entre as operações *supra* mencionadas que impedem a sua subsunção a um fundamento unitário. É certo que ambas dispõem de um traço comum: a intervenção da sociedade na negociação e transferência das suas acções. No entanto – e citando apenas alguns dos pontos de divergência entre as duas figuras em questão –, na assistência financeira, a sociedade assistente não se torna sócia de si própria; é dizer, não se torna proprietária dos títulos, os quais permanecem em poder do terceiro. Também o conteúdo material da contraprestação recebida pela sociedade é radicalmente distinto nas duas operações em confronto: a aquisição de acções próprias tem como consequência necessária o ingresso nas «*arcas sociais*»¹⁹ de um bem de duvidosa consistência patrimonial, quando na posse da socie-

Coimbra, Coimbra Editora, 2007. Sobre a articulação do regime das acções próprias com o regime dos fundos de pensões (e, em particular, sobre a sujeição ao regime das acções próprias das acções representativas do capital social de uma sociedade que sejam detidas por fundos de pensões de que a aludida sociedade seja entidade associada), v. PEDRO DE ALBUQUERQUE, «O Exercício do Direito de Voto Inerente a Acções Detidas por Fundos de Pensões Representativas do Capital Social de Entidade a ele Associada e Detentora de Parte do Capital da Sociedade Gestora» in *Estudos em Honra do Professor Doutor José de Oliveira Ascensão*, AA.VV., vol. II, Coimbra, Almedina, 2008, pp. 1241 e ss.. Sobre a locação financeira de acções próprias, v. MARGARIDA COSTA ANDRADE, *A Locação Financeira de Acções e o Direito Português*, Coimbra, Coimbra Editora, 2007.

¹⁵ Neste sentido, cfr. MARIA VICTÓRIA RODRIGUES VAZ FERREIRA DA ROCHA, *Aquisição de acções próprias no Código das Sociedades Comerciais*, Coimbra, Almedina, 1994, p. 310.

¹⁶ Cfr. CÁNDIDO PAZ-ARES e ANTONIO B. PERDICES HUETOS, «Los negocios sobre las propias acciones (artículos 74 a 89 de la Ley de Sociedades Anónimas)» in *Comentario al Régimen Legal de las sociedades mercantiles*, obra colectiva dirigida por Rodrigo Uría, Aurelio Menéndez e Manuel Olivencia, Tomo IV – «Las Acciones», vol. 2.º-B, Madrid, Civitas Ediciones, S. L., 2003, p. 399.

¹⁷ Conforme destaca LUÍS ANTONIO VELASCO SAN PEDRO, «La Reforma de la Asistencia Financiera en Europa» in *Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil* (5), Dezembro, 2006, p. 13, como ultrapassar a perplexidade resultante do facto de se proibir totalmente às SA financiar um terceiro para adquirir as suas acções, quando se lhes autoriza que elas próprias adquiram as mesmas acções, sob determinadas condições?

¹⁸ Para uma síntese das diferenças entre estas duas figuras, v. ROCHA, *op. cit.*, pp. 311-314.

¹⁹ Expressão de ALBERTO VAQUERIZO ALONSO, *Asistencia Financiera para la Adquisición de Acciones Propias*, Madrid, Civitas Ediciones, S. L., 2003, p. 265.

dade, enquanto que, na assistência financeira, o valor da contraprestação depende da natureza gratuita ou onerosa do negócio de financiamento – traduzindo-se, em regra, num direito de crédito sobre o terceiro. Em suma, o perigo patrimonial não é o mesmo.

Os perigos administrativos ou corporativos também não nos parecem integralmente coincidentes. É certo que a assistência financeira pode ser utilizada, pelos administradores da sociedade assistente, como instrumento de controlo e manipulação da vontade social. Deve ressaltar-se, porém, que, nestes casos, o terceiro mantém um interesse próprio na detenção dos títulos – o que distingue esta figura, aliás, da aquisição de acções próprias mediante interposta pessoa. Assim, o perigo organizacional não nos parece distinto daquele que decorre do ocasional acordo sobre o sentido de voto de um determinado sócio a quem a sociedade pode até ter concedido, p. ex., um empréstimo, muito embora não destinado a financiar a aquisição das suas acções, e, como tal, não subsumível à proibição em análise.

A existência destas divergências conceptuais não obsta, porém, a que, em determinadas situações, a assistência financeira possa ser utilizada com o fim de contornar o regime legal da aquisição de acções próprias. Mais, não implica também que ambas as figuras não lesem, em abstracto, os mesmos princípios jurídico-societários, quer na vertente patrimonial, quer na vertente corporativa ou administrativa.

Com efeito, do ponto de vista patrimonial, é inegável que a assistência financeira, tal como a aquisição de acções próprias, pode lesar o princípio da intangibilidade do capital social²⁰. Como explica Rocha, uma das finalidades da proibição parece ser, assim, evitar que o capital social «seja 'alimentado' com base no património da própria sociedade em vez de o ser com apports externos dos accionistas, tutelando o capital enquanto garantia de terceiros»²¹.

A doutrina tem sido unânime, contudo, ao realçar a insuficiência deste fundamento – o qual implicaria, ao invés de uma proibição absoluta, a mera consagração de requisitos similares àqueles que impendem sobre a aquisição de acções próprias, designadamente a utilização de bens não afectos à cobertura do capital ou reservas indisponíveis²².

²⁰ Neste sentido, cfr. JOSÉ DIOGO HORTA OSÓRIO, *Da tomada do controlo de sociedades (takeovers) por leveraged buy-out e a sua harmonização com o direito português*, Coimbra, Almedina, 2001, p. 195.

²¹ V. ROCHA, *op. cit.*, p. 312.

²² Neste sentido, v. RAUL VENTURA, *Estudos Vários sobre S. A., Comentário do Código das Sociedades Comerciais*, Coimbra, Almedina, 1992, p. 378.

A norma visa, ainda, proteger o capital social enquanto instrumento ao serviço do desenvolvimento da actividade empresarial – *i.e.*, não na sua função de garantia perante terceiros, mas na sua função material de produção social; na sua função de «*produtividade*»²³. Nesta óptica, a proibição dispõe-se a evitar que o prejuízo económico eventualmente resultante das operações de assistência financeira – porquanto a recuperabilidade das somas utilizadas para esse efeito é «*suspeita*»²⁴ – afecte a capacidade da sociedade de cumprir os seus fins empresariais.

No entanto, também esta justificação não permite compreender o carácter absoluto e indiscriminado da proibição em causa. Com efeito, sempre se teriam de considerar legítimas as operações que não pusessem em perigo o desenvolvimento do objecto social (p. ex., mediante a utilização de recursos não necessários para tal), ou que não se revelassem improdutivas ou prejudiciais para a sociedade. Acresce ainda que, como destaca Sabino Fortunato²⁵, as operações que se enquadrassem no objecto social deveriam estar, logicamente, excluídas da proibição em questão.

Alguma doutrina reconhece na proibição que analisamos uma finalidade genérica de tutelar o património social no seu conjunto, visando conservá-lo *como um todo*. A norma destinar-se-ia, assim, não apenas a proteger o capital social enquanto garantia dos credores sociais ou enquanto meio de produção económica, mas a salvaguardar o património social a título de «*centro gerador de riqueza económica e bem-estar para a comunidade em geral*»²⁶, impedindo qualquer erosão, inclusive potencial, de elementos patrimoniais da sociedade resultante das operações de assistência financeira²⁷.

Esta opinião afigura-se criticável. Em primeiro lugar, porquanto não existe no direito societário um princípio geral de protecção do património social *in toto* – existe, apenas, um princípio de intangibilidade do capital social²⁸ –, pelo que a proibição não é justificável como sendo uma

²³ Sobre as várias «funções» do capital social, cfr. PAULO DE TARSO DOMINGUES, «Do Capital Social: Noção, Princípios e Funções», *Studia Iuridica* (33), BFD, Coimbra, Coimbra Editora, 1998, p. 189.

²⁴ Cfr. ROCHA, *op. cit.*, p. 312.

²⁵ V. SABINO FORTUNATO, «Anticipazioni, prestiti o garanzie per l'acquisto di azioni proprie, La seconda Direttiva CEE in materia societaria», a cura di Luca Buttaro e Antonio Patroni Griffi, collana della RS, Milão, 1984, pp. 433 e ss. *apud* ROCHA, *op. cit.*, p. 312.

²⁶ A expressão é de VAQUERIZO ALONSO, *op. cit.*, p. 299.

²⁷ Cfr. PAZ-ARES, PERDICES HUETOS, «Los Negocios...», p. 396.

²⁸ Sobre o princípio da intangibilidade do capital social, cfr. PAULO DE TARSO DOMINGUES, *Variações sobre o Capital Social*, Coimbra, Almedina, 2009, p. 147 e ss., MIGUEL J. A. PUPO CORREIA, *Direito Comercial – Direito da Empresa*, 11.ª ed., Lisboa, Ediforum, 2009, pp. 207 e

manifestação desse mesmo princípio. Em segundo lugar, porque, se assim fosse, ter-se-iam que legitimar todas as operações que não provocassem qualquer prejuízo patrimonial para a sociedade, seja por não implicarem uma desvantagem patrimonial para a mesma (p. ex., acordou-se uma contraprestação adequada), seja por se revelarem vantajosas, ainda que posteriormente²⁹.

No plano administrativo ou organizativo, tem-se destacado que a proibição visa evitar abusos por parte dos administradores, que, de outro modo, poderiam servir-se de operações de assistência financeira para manipular a composição accionista da sociedade e, conseqüentemente, a vontade social³⁰. Dito em sentido positivo, visa garantir-se, desta forma, a neutralidade da sociedade (*rectius*, dos administradores) quanto à composição do seu próprio mercado accionista³¹.

Não obstante ser inegável que a assistência financeira pode ser utilizada com esta finalidade, não cremos, contudo, que se deva aplicar, a estes casos, a mesma solução jurídica que se encontra prevista para as acções próprias detidas pela sociedade – qual seja, a de impedir o direito de voto conexo às acções adquiridas. Efectivamente, no caso em apreço, e contrariamente ao que sucede com as acções próprias (designadamente, aquelas que são adquiridas por interposta pessoa), o terceiro possui um interesse jurídico próprio, directo e substancial na detenção das acções em questão. Mais, julgamos que, quanto a este ponto, não se justificará uma intervenção *ex ante* do legislador – nem no sentido de proibição absoluta, nem no sentido de suprir o direito de voto – bastando lançar mão, pois, dos remédios jurídicos consagrados para os pactos de voto³², *i.e.*, um controlo *ex post*.

Para outros, a proibição visaria também evitar investidas contra o princípio de igualdade de tratamento dos sócios³³. Se é certo que o terceiro

ss. e PAULO OLAVO DA CUNHA, *Direito das Sociedades*, 3.^a ed., Coimbra, Almedina, 2007, pp. 419 e ss..

²⁹ Conclui VENTURA, *Estudos Vários...*, p. 378, que «[p]reservar o património social e não apenas o capital social quanto aos riscos das operações também não parece motivo sólido».

³⁰ Cfr., designadamente, OSÓRIO, *op. cit.*, p. 195, ROCHA, *op. cit.*, pp. 312-313.

³¹ PAZ-ARES, PERDICES HUETOS, «Los Negocios...», p. 395, destacam que também neste ponto se protege o capital social, desta feita na sua função de unidade de medida das participações sociais nos riscos da sociedade, no seu património e nas relações internas de poder.

³² No mesmo sentido, VENTURA, *Estudos Vários...*, p. 378.

³³ Sobre o princípio de igualdade de tratamento dos sócios, cfr. ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA, *Sociedades Comerciais*, 3.^a ed., Coimbra, Coimbra Editora, 2003, pp. 56 e ss.. Sobre o princípio da igualdade de tratamento dos sócios especificamente no âmbito de acções próprias, v. GOMES DA SILVA, *op. cit.*, pp. 1221 e ss., e no âmbito das OPA, v. JOSÉ ENGRÁCIA

poderá não ser sócio aquando da concessão do financiamento, não deixa, porém, de ser menos certo que o objectivo da operação é, precisamente, facilitar-lhe o acesso a tal condição, pelo que se entende que o negócio tem, ainda assim, uma causa societária e, como tal, aplicar-se-á o supracitado princípio.

Porém, este argumento não é suficiente para justificar a proibição em questão, na medida em que é possível configurar operações de assistência financeira que beneficiem igualmente todos os sócios ou relativamente às quais se verificou igualdade de oportunidades de acesso³⁴.

ANTUNES, «A igualdade de tratamento dos accionistas na OPA» in *DSR* (3), Março, 2010, pp. 87 e ss..

³⁴ Cfr. VAQUERIZO ALONSO, *op. cit.*, pp. 333 e ss.. MARIANA DUARTE SILVA («Assistência financeira – no âmbito das sociedades comerciais», in *RDS* (2010), Ano II, vol. 1/2, pp. 145-236, pp. 187-188) discorda: afirmando que a sociedade não poderá assistir todos os interessados na aquisição das suas acções da mesma forma, esta Autora consagra o princípio da igualdade de tratamento entre os sócios como o fundamento da proibição em análise, o qual considera ser o único argumento, aliás, capaz de justificar a amplitude com que a mesma se encontra estipulada entre nós. Não podemos concordar, desde logo por não compartilharmos o mesmo entendimento no que concerne àquele princípio jurídico-societário. A nosso ver, o respeito pelo princípio de igualdade de tratamento dos sócios basta-se, nos casos de assistência financeira, com a igualdade de circunstâncias (*i.e.*, igualdade de oportunidades), concedida pela sociedade a todos os terceiros que revelem interesse em tornar-se seus accionistas. Conforme ensina OLAVO CUNHA (*op. cit.*, pp. 114 e ss. e 261 e ss.), «a lógica subjacente a este princípio estruturante da sociedade comercial é a de que, na prossecução da actividade societária e da realização do interesse social, a sociedade deve colocar todos os associados em pé de igualdade, não podendo proceder a escolhas aleatórias e arbitrarias entre eles que os beneficiem ou prejudiquem. Por outras palavras, em igualdade de circunstâncias» (realce nosso). Isto é, pese embora sejam configuráveis situações de assistência financeira nas quais a sociedade não respeite a regra de tratamento igualitário entre os respectivos sócios, beneficiando um em detrimento dos restantes (pense-se no caso de auxílio prestado a um sócio apenas, com vista ao reforço da sua posição accionista), são igualmente configuráveis situações de assistência financeira em que esse princípio resultou protegido (p. ex., a sociedade divulga, em campanha de angariação ou financiamento, a sua intenção de auxiliar financeiramente quaisquer terceiros que pretendam tornar-se accionistas, fazendo-o relativamente àqueles que se tenham demonstrado interessados). A «manifesta indeterminação» (DUARTE SILVA, *op. cit.*, p. 185) que existe, em tais casos, não obsta a que a sociedade aja concedendo absoluta igualdade de acesso à oportunidade de ser financeiramente assistido na aquisição de acções – o que, a nosso ver, é coincidente com o princípio da igualdade de tratamento. Acresce que, caso a intenção legislativa subjacente ao art. 322.º fosse, efectivamente, acautelar este princípio jurídico-societário, teria sido suficiente cominar com a anulabilidade aqueles actos ou contratos de financiamento, constitutivos da assistência, que o violassem – *i.e.*, que beneficiassem injustificadamente um sócio em detrimento dos restantes. O facto de não ter sido este o remédio jurídico consagrado para a assistência financeira sugere, a nosso ver, que o respectivo fundamento não se reconduz, pois, à protecção do princípio do tratamento igual dos sócios. Este poderá

Alguma doutrina analisa ainda a proibição sob uma perspectiva bolsista, *i.e.*, relacionada com o mercado dos seus títulos, alegando que a norma pretende evitar que, mediante a assistência financeira, se realizem manobras especulativas através das quais se provoque um aumento *fictício* da procura das acções da sociedade em questão, com a consequente alteração *fictícia* do seu preço – algo que, como destaca Rocha, deve resultar de uma «*livre escolha e de uma livre concorrência dos investidores com base em juízos de mercado, não falseado, sobre as reais capacidades da empresa*»³⁵. Julgamos, no entanto, que este escopo proteccionista do mercado bolsista, a existir, não será a «*causa determinante*» da proibição, mas sim um fenómeno colateral da mesma³⁶.

Do exposto resulta evidente que as sucessivas explicações avançadas pela doutrina – não obstante corresponderem a riscos reais que as operações de assistência financeira podem, efectivamente, comportar – não explicam, por si só e em toda a sua amplitude, a proibição que impende sobre as operações de assistência financeira³⁷. Ao invés, as mesmas explicações parecem ser, na verdade, meras *manifestações* da racionalidade concreta que subjaz à proibição que ora nos atém.

Concluimos, pois, que esta norma contém uma *ratio* essencialmente preventiva, correspondente à vontade legislativa de englobar todos os perigos – patrimoniais, administrativos e bolsistas – que as operações de assistência financeira podem comportar³⁸. Assim, a proibição assenta, a nosso ver, numa presunção abstracta de *lesividade* dos resultados das operações de assistência financeira, resultados esses que o legislador pretende evitar mediante a consagração de uma presunção de ilicitude, *iuris et de iure*, incidente sobre o contrato de financiamento celebrado no âmbito da assistência financeira. Esta presunção baseia-se, essencialmente, no carácter materialmente societário do negócio, expresso na finalidade que

ser um dos princípios que enforma a referida proibição, mas não cremos que seja nem o único, nem, porventura, o principal.

³⁵ Cfr. ROCHA, *op. cit.*, p. 313.

³⁶ Este argumento revela-se manifestamente insuficiente para fundamentar a proibição em apreço, desde logo, por um motivo evidente: apenas justificaria a proibição em análise no âmbito de sociedades cotadas em Bolsa.

³⁷ KING, *op. cit.*, pp. 1 e ss., entende que «[t]he protection of creditors is a legitimate objective and an important component of corporate law, but the efficacy of financial assistance rules to achieve this goal has long been questioned». Conclui o mesmo Autor que «[t]he use of financial assistance laws in a modern economy to protect corporate creditors is a bit like using an M1 tank to hunt wild pheasant».

³⁸ Neste sentido, cfr. ROCHA, *op. cit.*, p. 313, VAQUERIZO ALONSO, *op. cit.*, pp. 302 e ss., entre outros.

subjaz ao mesmo: facilitar ao terceiro a subscrição ou aquisição de acções da sociedade. Dito de outro modo, a especial desconfiança do legislador perante estes negócios de financiamento provém da finalidade com que os mesmos são celebrados.

Em suma, pretende-se evitar a instrumentalização do património social a favor daqueles que pretendem aceder à condição de accionistas, instrumentalização essa que, em função do conteúdo económico específico do acto de financiamento constitutivo da assistência, pode conduzir a eventuais prejuízos para a situação económica da sociedade³⁹; consequentemente, para os demais sócios, assim como, e desde logo, para os seus credores.

II. Caracterização da proibição de assistência financeira

Apurada a *ratio* que subjaz à proibição de assistência financeira, impõe-se, por ora, analisar os pressupostos de cujo preenchimento depende a sua verificação. Entre nós, a proibição de assistência financeira encontra-se prevista no art. 322.º, que, sob a epígrafe «*Empréstimos e garantias para aquisição de acções próprias*», dispõe que «*[u]ma sociedade não pode conceder empréstimos ou por qualquer forma fornecer fundos ou prestar garantias para que um terceiro⁴⁰ subscreva ou por outro meio adquira acções representativas do seu capital*». Ora, da análise deste preceito resultam três elementos: um negócio de financiamento, entendido como tal em sentido amplo, a subscrição

³⁹ Esta posição não é, de todo, unânime na doutrina. Veja-se, p. ex., VENTURA, *Estudios Vários...*, p. 378, que conclui que a proibição se fundamenta na «*ténue linha divisória*» entre aquisição de acções por um terceiro, em seu nome mas por conta da sociedade, e em seu nome e por sua conta. Mais recentemente, BERNARDO ABREU MOTA («Proibição de Assistência Financeira – Notas para a sua interpretação e aplicação (Parte I)» in *Actualidad Jurídica Uría Menéndez* (12), 2005, pp. 107-112, *maxime* p. 107) concluiu que a finalidade desta proibição consiste no reforço da proibição de subscrição e aquisição indirectas, bem como na preocupação de que o activo líquido da sociedade não se torne inferior ao montante do capital subscrito acrescido das reservas legal ou contratualmente indisponíveis. Já LUIS ANTONIO VELASCO SAN PEDRO («La Adaptación del Derecho Español a la reforma de 2006 en la Segunda Directiva sobre la constitución y el capital de la sociedad anónima» in *RdS* (31), 2008, Aranzadi, p. 136), coloca a tónica nos perigos administrativos resultantes da colocação das acções nas «*manos de personas favorables*» aos administradores da sociedade.

⁴⁰ Nada obsta a que este terceiro seja já sócio da sociedade assistente. Neste sentido, MARÍA DE LA SIERRA FLORES DOÑA, «Asistencia Financiera para la adquisición de acciones propias, Derecho de Sociedades Anónimas – Volumen II, 'Capital y Acciones'», in *Estudios coordinados por Alberto Alonso Ureba y otros*, Madrid, Editorial Civitas, 1994, pp. 1383 e ss, *maxime* p. 1400. No sentido oposto, VELASCO SAN PEDRO, «La Reforma...», pp. 29-30.

ou aquisição de acções da sociedade que presta assistência, e o nexo causal que une ambas as operações. A doutrina tem qualificado os dois primeiros elementos como *objectivos*, reconhecendo, ao invés, um carácter *subjectivo* no terceiro⁴¹.

i. Elementos Objectivos

a) *Negócio de financiamento*

O legislador português optou por consagrar este elemento numa formulação que se situa, segundo cremos, a *meio termo* entre aquela que inclui a expressão «*assistência financeira*»⁴², a título de cláusula geral, e aquela outra que se limita a referir «*empréstimos e garantias*»⁴³. Evitou-se, assim, a insegurança jurídica que a expressão «*assistência financeira*» encerra, e que é alvo de fortes críticas nos países nos quais a mesma se encontra positivada^{44/45}, mas conservou-se uma formulação aberta, passível de enquadrar contratos que, muito embora não sejam subsumíveis aos tipos negociais expressamente referidos, cumprem, ainda assim, a mesma função económica⁴⁶. O legislador nacional seguiu de perto, pois, o texto da Segunda Directiva, tendo apenas substituído a expressão «*adiantar fundos*» por «*fornecer fundos*». Esta opção legislativa não deixa de ser, na nossa opinião, de louvar. Em primeiro lugar, porquanto a expressão «*adiantar fundos*», que tem sido

⁴¹ Neste sentido veja-se, p. ex., ROCHA, *op. cit.*, p. 314 e PAZ-ARES, PERDICES HUETOS, «Los Negocios...», p. 401.

⁴² Tal como ocorreu, p. ex., em Espanha. V. art. 81.º TRLSA (NR 47 *infra*).

⁴³ É o caso, p. ex., de Itália (cfr. art. 2358.º do CCit).

⁴⁴ Neste sentido cfr., p. ex., BHAG SINGH, «When advances constitutes financial assistance», *Business Times* (1996), pp. 4 e ss.. EILIS VERONICA FERRAN (*Principles of Corporate Finance Law*, Oxford, Oxford University Press, 2008, pp. 276 e ss.) cita, a este propósito, a decisão judicial *Anglo Petroleum Ltd v. TFB (Mortgages) Ltd.* (um sumário da aludida decisão judicial encontra-se disponível em http://www.flmemo.co.uk/newsletters/company_law/issue_3_files/cases.htm, consultado pela última vez em 31 de Março de 2011), na qual se sugeriu que o legislador britânico não procedeu à definição legal e precisa do conceito de assistência financeira propositadamente, por forma a não se comprometer com os termos seleccionados e, dessa forma, levar à exclusão do seu campo de aplicação literal aquelas operações societárias que, no seu âmago, atentassem contra o escopo da respectiva proibição.

⁴⁵ Sobre a evolução do conceito de assistência financeira no *english case law*, cfr. LIA IORDANOU THEODOULOU, «Financial Assistance: Still an Issue?» in *HG Publications* (disponível em <http://www.hg.org/article.asp?id=5022>, consultado pela última vez em 31 de Março de 2011).

⁴⁶ ROCHA, *op. cit.*, p. 314, afirma que este elemento deverá ser interpretado em sentido amplo, abrangendo «*qualquer operação que do ponto de vista económico constitua uma operação de assistência financeira*».

traduzida para certos ordenamentos jurídicos europeus⁴⁷ para «*antecipar fondos*», parece sobrepor-se a «*empréstimos*», na medida em que «*adiantar*» sugere (tal como «*antecipar*», de resto) que os mesmos fundos terão natureza devolutiva, caracterizando-se o seu adiantamento, portanto, como um acto de carácter creditício. Consequentemente, «*fornecer fondos*», enquanto expressão indubitavelmente mais abrangente⁴⁸ do que «*adiantar*», permite considerar incluídas operações onde a natureza devolutiva não se encontra presente (como, p. ex., liberalidades⁴⁹), sem que se revele necessário o recurso à analogia.

Ao invés, a referência a «*empréstimos*» não deixa de suscitar dúvidas. Com efeito, entre nós, a expressão *per si* carece de significado jurídico, sendo utilizada coloquialmente como sinónimo de mútuo⁵⁰ ou de empréstimo mercantil⁵¹. Julgamos, no entanto, deverem considerar-se incluídos não apenas estes tipos contratuais, mas todos aqueles acordos em virtude dos quais a sociedade se obrigue a realizar uma prestação patri-

⁴⁷ Tal como, p. ex., o ordenamento jurídico espanhol. Cfr. art. 81.º TRLSA (alterado pela Ley 16/2007, de 4 de Julho), o qual dispõe que «[l]a sociedad no podrá *anticipar fondos*, conceder préstamos, prestar garantías ni facilitar ningún tipo de asistencia financiera para la adquisición de sus acciones o de acciones de su sociedad dominante por un tercero» (realce nosso). As excepções que, entre nós, constam do n.º 2, encontram-se repartidas pelo n.º 2 («[l]o dispuesto en el apartado anterior no se aplicará a los negocios dirigidos a facilitar al personal de la empresa la adquisición de sus acciones o de acciones de una sociedad del grupo») e pelo n.º 3 do preceito espanhol («[l]a prohibición del apartado primero no se aplicará a las operaciones efectuadas por bancos u otras entidades de crédito en el ámbito de las operaciones ordinarias propias de su objeto social que se sufraguen con cargo a bienes libres de la sociedad. Esta deberá establecer en el patrimonio neto del balance una reserva equivalente al importe de los créditos anotados en el activo»).

⁴⁸ Defende, aliás, a sua interpretação restritiva VENTURA, *Estudos Vários...*, p. 376.

⁴⁹ Cfr., p. ex., ROCHA, que invoca o argumento «*a maiore, ad minus*» (*op. cit.*, p. 314) para justificar a inclusão, no âmbito da proibição de assistência financeira, das doações («*a quem está proibido o menos perigoso, emprestar, não pode ser permitido o mais perigoso, doar*»).

⁵⁰ O regime jurídico do mútuo consta dos arts. 1142.º-1151.º do CC, encontrando-se definido como «*o contrato pelo qual uma das partes empresta à outra dinheiro ou outra coisa fungível, ficando a segunda obrigada a restituir outro tanto do mesmo género e qualidade*». Sobre este contrato, cfr. LUÍS MANUEL TELES DE MENEZES LEITÃO, *Direito das Obrigações*, Volume III: «*Contratos em Especial*», Coimbra, Almedina, 2009, pp. 385 e ss..

⁵¹ O regime jurídico do empréstimo mercantil consta do Título XI do CCom (arts. 394.º-396.º), dispondo o art. 394.º que «[p]ara que o contrato de empréstimo seja havido por comercial é mister que a coisa cedida seja destinada a qualquer acto mercantil». A este propósito, cfr. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito Comercial*, 2.ª ed., Coimbra, Almedina, 2009, pp. 857 e ss. e ABÍLIO NETO, *Código Comercial e Contratos Comerciais Anotado*, Lisboa, Ediforum, 2008, pp. 152 e ss..

monial de carácter provisional a favor do terceiro⁵². Note-se que existem certas modalidades negociais que, não obstante possuírem esta natureza devolutiva, à partida não serão passíveis de integrar a norma *sub judice*: é o caso do comodato⁵³. Exige-se, pois, que o «*empréstimo*» assente em recursos líquidos ou em bens que permitam ao terceiro obter liquidez através da sua detenção, ainda que provisória.

A concessão de garantias⁵⁴ deve ser igualmente interpretada em sentido amplo⁵⁵, entendendo-se incluídos não apenas os contratos típicos de garantia, pessoal ou real⁵⁶, mas todos aqueles que, em razão da sua natureza ou da função económica específica que desempenham, conduzam a resultados semelhantes, tal como o seguro de crédito⁵⁷. Pouco importa, a este respeito, que a garantia seja prestada relativamente a um

⁵² Deve igualmente ser considerada como abrangida pela proibição de assistência financeira a concessão de fundos, pela sociedade, a um *quarto* interveniente, desde que beneficie reflexamente o terceiro. Cfr. ponto III, i) *infra*.

⁵³ Porém, poderá, ainda assim, existir assistência financeira no âmbito do comodato se as partes acordarem expressamente que o comodatário pode fazer seus os frutos colhidos, utilizando-os para a subscrição ou aquisição de ações da sociedade comodante. Cfr. art. 1132.º do CC.

⁵⁴ A prestação pela sociedade de garantias a favor de outras entidades suscita questões próprias, ancoradas no disposto no art. 6.º, o qual exige um «*justificado interesse próprio da sociedade garante*» ou uma relação de domínio ou de grupo entre esta e a sociedade beneficiária da garantia. Para uma análise deste preceito e das principais teses avançadas pela doutrina a este propósito, cfr. JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU, *Curso de Direito Comercial*, Volume II: «Das Sociedades», 2.ª ed., Coimbra, Almedina, 2007, pp. 184 e ss., PEDRO DE ALBUQUERQUE, em «A vinculação das sociedades comerciais por garantias de dívidas a terceiros», in *ROA* (55), 1995, vol. III, pp. 689 e ss., e novamente em «Da prestação de garantias por sociedades comerciais a dívidas de outras entidades», in *ROA* (57), 1997, vol. I, pp. 69 e ss., e CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, «Da prestação de garantias por sociedades a dívidas de outras entidades», in *ROA* (56), 1996, vol. II, 1996, pp. 565 e ss., e «De novo sobre a prestação de garantias por sociedades a dívidas de outras entidades: luzes e sombras», in *ROA* (58), 1998, vol. II, pp. 823 e ss..

⁵⁵ Neste sentido, cfr. ROCHA, *op. cit.*, p. 314 e FLORES DOÑA, *op. cit.*, p. 1407.

⁵⁶ Sobre os contratos de garantia (reais e pessoais), cfr. PEDRO ROMANO MARTINEZ e PEDRO FUZETA DA PONTE, *Garantias de Cumprimento*, 5.ª ed., Coimbra, Almedina, 2006, pp. 85 e ss. e pp. 167 e ss.. Estes Autores definem as garantias pessoais como sendo aquelas que «*implicam [que], para além do património do devedor, exista o património de um terceiro responsabilizado pelo pagamento da mesma dívida*» (p. 85), e as garantias reais como aquelas que «*pressupõem a afectação de bens do devedor ou de terceiro ao pagamento preferencial de determinadas dívidas*» (p. 167).

⁵⁷ Sobre o regime jurídico do contrato de seguro de crédito, cfr. JOSÉ VASQUES, *Contrato de Seguro*, Coimbra, Coimbra Editora, 1999, pp. 70 e ss. e J. C. MOITINHO DE ALMEIDA, *O Contrato de Seguro no Direito Português e Comparado*, Lisboa, Livraria Sá da Costa, 1971, pp. 190 e ss..

quarto sujeito⁵⁸; desde que o terceiro beneficie da mesma no processo de subscrição ou aquisição das acções, deve considerar-se preenchida a hipótese legal.

Tal como acima se expôs, a expressão «*fornecer fundos*» permite, pelo seu carácter abrangente, incluir na hipótese legal em análise outros actos ou contratos que, mesmo não sendo qualificáveis como «*empréstimos*» ou «*garantias*», implicam ainda assim uma atribuição patrimonial, efectuada com a finalidade de facilitar ao terceiro a subscrição ou aquisição de acções da sociedade⁵⁹. Tal ocorre quer quanto a contratos a que a doutrina reconhece ainda um carácter creditício⁶⁰, quer quanto àqueles que, sem o ter, podem ser utilizados com fins creditícios mediante a celebração de acordos paralelos nesse sentido (como, p. ex., a venda *a retro*⁶¹). Relevante parece ser, assim, a finalidade com que o contrato é celebrado⁶². Acresce ainda que a utilização da expressão «*fundos*» destaca a natureza necessariamente económica de que se deve revestir esta operação – exige-se, pois, que a mesma se traduza em liquidez para o terceiro⁶³.

⁵⁸ Pense-se no caso de um determinado banco, que financiará o terceiro no processo de aquisição de acções, exigir uma garantia para a concessão do respectivo empréstimo; sendo tal garantia prestada pela sociedade, com a finalidade de auxiliar o terceiro na obtenção do mencionado empréstimo (com que o mesmo adquirirá as referidas acções), não restam dúvidas que estamos perante um caso de assistência financeira, pese embora a garantia seja prestada a um quarto sujeito.

⁵⁹ ROCHA (*op. cit.*, p. 314) elabora uma lista exemplificativa de operações incluídas no conceito de *fornecimento de fundos*, tais como as aberturas de crédito, descobertos por conta, descontos, etc. Note-se que já foi considerado subsumível à proibição em apreço, pelo *Court of Appeal* do Reino Unido, o facto de terem sido pagos por uma sociedade-filha da sociedade adquirida os honorários dos auditores contratados pela sociedade adquirente para efeitos de realização de uma auditoria sobre a situação económico-financeira da sociedade adquirida (*Robert Chaston v SWP Group plc*, em 2002 – esta decisão jurisprudencial foi objecto de análise por MIKE GRIFFITHS, em «Financial assistance for purchase of shares», disponível em http://www.accaglobal.com/pubs/members/publications/sector_magazines/inpractice/archive/2003/60/933467 e consultado, pela última vez, em 31 de Março de 2011).

⁶⁰ Tais como, p. ex., o depósito irregular (cfr. arts. 1205.º e 1206.º do CC), a cessão do uso de bem não fungível quando se pactue o percebimento dos frutos pelo cessionário, etc..

⁶¹ Sobre a venda *a retro*, cfr. RAUL VENTURA, «Contrato de Compra e Venda no Código Civil: o preço; venda a retro» in *ROA* (40), vol. III, 1980, pp. 605-662; PEDRO ROMANO MARTINEZ, *Direito das Obrigações (Parte Especial) – Contratos (Compra e Venda, Locação, Empreitada)*, 2.ª ed., Coimbra, Almedina, 2007, pp. 81 e ss. e MENEZES LEITÃO, *op. cit.*, pp. 82 e ss..

⁶² Algo de que nos ocuparemos *infra*, no ponto ii) do presente Capítulo.

⁶³ Encontra-se afastada, pois, a intitulada *assistência informativa*, i.e., o auxílio prestado a um terceiro por uma sociedade, destinado a facilitar a aquisição das respectivas acções por aquele, que se traduza, p. ex., na concessão de informações privilegiadas ou no acesso à contabilidade ou à escrituração mercantil da referida sociedade.

Bastante discutida no direito comparado é a questão da aplicação da proibição, tal como se encontra consagrada entre nós, a negócios economicamente neutros (p. ex., um contrato de compra e venda no qual a contraprestação suportada pelo terceiro seja *justa*, equivalente ao preço de mercado). Independentemente da racionalidade subjacente à proibição de assistência financeira, tendemos a considerar, face à redacção do art. 322.º, que, desde que o contrato implique uma concessão de fundos ao terceiro e tenha sido celebrado com a intenção de tais fundos serem utilizados para a subscrição ou aquisição de acções, a hipótese legal deve considerar-se preenchida, sendo irrelevante se o acto em questão provoca uma perda patrimonial para a sociedade⁶⁴. É certo que, conforme acima se destacou, a *ratio* da norma tem também natureza patrimonial, visando evitar prejuízos económicos para a SA. E parece evidente que, no caso de negócios neutros, o perigo de declínio patrimonial é, se não inexistente, pelo menos bastante diminuto. No entanto, e tal como já referido, este risco não é o único que a proibição em questão visa evitar. Acresce que a norma em apreço não contém qualquer referência ao carácter económico da operação; ao invés, utilizou-se uma formulação com um conteúdo económico perfeitamente objectivo e neutral, a qual permite concluir que o que se proíbe é a conduta em si, a própria acção geradora do risco patrimonial que pode ocorrer, e não tanto o seu efeito. A proibição não se refere, pois, a actuações que produzam um certo resultado; proíbem-se operações que comportem o risco típico de ocorrência desse resultado⁶⁵. Por fim, permitirem-se operações de financiamento *neutras*, não obstante serem celebradas com a finalidade de auxiliar o terceiro na subscrição ou aquisição de acções, implicaria facilitar uma via de fraude à proibição vigente em Portugal. Assim, e independentemente de se concordar com a amplitude e carácter absoluto da mesma, somos da opinião que a proibição de assistência financeira, tal como se encontra configurada entre nós, não exige um resultado patrimonial desvantajoso para a sua verificação.

⁶⁴ Neste sentido, cfr., p. ex. VAQUERIZO ALONSO, *op. cit.*, pp. 305 e ss.. Em sentido oposto, v. BAYONA GIMÉNEZ, *op. cit.*, p. 288 e R. INSTONE, «Section 54 and All That» in *Journal of Business Law*, 1980, pp. 99 e ss., *maxime* p. 107, que assinala que o auxílio financeiro prestado em condições de mercado não dá lugar ao risco típico da operação proibida porque não constitui, propriamente, uma conduta assistencial.

⁶⁵ Este entendimento leva parte da doutrina a qualificar a proibição de assistência financeira como uma norma de perigo, por oposição a norma de resultado. Para mais sobre esta posição doutrinal, v. VAQUERIZO ALONSO, *op. cit.*, pp. 302 e ss., bem como PAZ-ARES, PERDICES HUETOS, «Los Negocios...», p. 427.

b) Subscrição ou aquisição de acções da sociedade assistente

O segundo elemento objectivo previsto no art. 322.º consiste no acto de subscrição ou aquisição de acções da sociedade assistente. No entanto, e contrariamente ao que ocorre com o contrato de financiamento, a verificação deste elemento é meramente *incidental*⁶⁶, porquanto – e em oposição com o regime das acções próprias – a proibição legal não incide sobre o resultado aquisitivo em si, mas sobre o negócio de financiamento celebrado com o intuito de facilitar tal resultado⁶⁷. A sua relevância assenta, pois, numa dupla perspectiva: por um lado, corresponde ao «*acto que completa o tipo normativo do ponto de vista da sua execução material*»⁶⁸; por outro, revela-se, na maioria dos casos, um elemento probatório crucial⁶⁹.

A formulação consagrada entre nós evitou uma querela que divide a doutrina estrangeira desde há décadas. Muitos ordenamentos jurídicos europeus não se referem à subscrição de acções – no seguimento da própria Segunda Directiva, aliás, que menciona apenas a sua «*aquisição*». O legislador português seguiu, neste ponto, a orientação histórica britânica, onde a *subscrição* de acções foi incorporada no texto legal pelo Companies Act de 1948. Esta é, de resto, a solução que melhor se adequa à racionalidade da proibição em análise: os perigos que o legislador pretende evitar na aquisição de acções encontram-se igualmente presentes, porventura até de um modo mais premente, aquando da sua subscrição⁷⁰.

⁶⁶ Neste sentido, cfr. VAQUERIZO ALONSO, *op. cit.*, p. 176. Em sentido contrário, exigindo a verificação do resultado aquisitivo para aplicação da proibição, veja-se PAZ-ARES, PERDICES HUETOS, «Los Negocios...», p. 415.

⁶⁷ TOMAS UJEISKI («Amendments to financial assistance rules in Poland open the door to leveraged buy-outs», disponível em http://www.executiveview.com/knowledge_centre.php?id=2405, consultado pela última vez em 31 de Março de 2011) alerta para o facto de certas despesas, contraídas pela sociedade no âmbito do processo de aquisição das suas acções por terceiros, poderem recair no campo de aplicação da proibição de assistência financeira, estando, como tal, sujeitas às consequências que daí advêm (p. ex., gastos financeiros com actos preparatórios).

⁶⁸ Cfr. VAQUERIZO ALONSO, *op. cit.*, p. 175.

⁶⁹ Com efeito, contratos de financiamento enquadráveis nesta proibição dificilmente serão celebrados em termos explícitos. Assim sendo, a presença de um novo accionista na sociedade funcionará, frequentemente, como elemento determinante na detecção e prova da celebração dos mesmos.

⁷⁰ Para mais, v. M. BARTHÉLÉMY MERCADAL e M. PHILIPPE JANIN, *Droit des Affaires – Sociétés Commerciales*, Coleção Mémentos Pratiques Francis Lefebvre, Levallois, Éditions Francis Lefebvre, 1999, p. 918.

A forma negocial concreta que conduz ao resultado aquisitivo tem sido considerada irrelevante⁷¹. A questão do objecto da aquisição, por sua vez, tem suscitado significativas divergências doutrinárias: alguns autores consideram abrangida na proibição a aquisição de outros títulos para além das acções, tais como obrigações convertíveis em acções ou obrigações com direito de subscrição de acções⁷²; outros defendem que a proibição apenas se activará quando tais direitos se convertam, efectivamente, em acções⁷³.

Uma vez que sustentamos que o resultado aquisitivo não é pressuposto da aplicação da proibição, cremos que, desde que a aquisição se processe com fundos societários – os quais são concedidos com a finalidade de tornar sócio o terceiro assistido ou, caso este já o seja, de reforçar a sua posição de accionista – e os direitos adquiridos permitam atingir tal fim, será aplicável o preceito em apreço, independentemente do objecto da aquisição serem acções ou outros títulos que permitam alcançar o mesmo resultado, e sem necessidade de aguardar que este se materialize⁷⁴.

Por fim, destaca-se que, muito embora o art. 322.º mencione exclusivamente as acções representativas do capital social da SA que presta o

71 PAZ-ARES e PERDICES HUETOS, «Los Negocios...», p. 418, consideram, inclusive, que a proibição abrange a aquisição sucessória de acções, desde que a sociedade assistente suporte o imposto sucessório.

72 Cfr. art. 365.º e 372.º-A do CSC, respectivamente. Sobre estas modalidades de obrigações, cfr. JOSÉ A. ENGRÁCIA ANTUNES, *Os Instrumentos Financeiros*, Coimbra, Almedina, 2009, pp. 85 e ss. e PEREIRA DE ALMEIDA, *Sociedades...*, pp. 402 e ss..

73 Cfr. VAQUERIZO ALONSO, *op. cit.*, pp. 191 e ss. e BAYONA GIMÉNEZ, *op. cit.*, pp. 316-319.

74 Note-se que não se pretende, com este entendimento, proibir a aquisição financiada de outros valores mobiliários que não acções; desde logo, porquanto esta hipótese não será subsumível à proibição em questão. Não se trata, igualmente, de proibir a *assistência financeira virtual*, i.e., aquela cujos resultados não se concretizaram mas que é vedada porque se *poderiam* vir a concretizar. Trata-se, sim, de acautelar uma via simples de elidir a presente proibição; para tanto, o julgador deverá estar convicto, com um razoável grau de certeza, de que o objectivo das partes, aquando da aquisição de outros valores mobiliários que não acções, passa por efectivamente convertê-los em acções; por outras palavras, que a finalidade subjacente à operação concreta é a de tornar sócio o terceiro assistido ou, caso já o seja, a de reforçar a sua posição accionista, recorrendo à aquisição de outros valores mobiliários como expediente para afastar a aplicação da aludida proibição.

financiamento, deve considerar-se abrangida na proibição a aquisição de acções da sua sociedade dominante^{75/76/77}.

ii. Elemento Subjectivo

Nos termos do art. 322.º, o contrato de financiamento será apenas proibido caso tenha sido celebrado «*para que o terceiro subscreva ou adquira acções representativas do capital social da sociedade*»⁷⁸ em questão. Nesta locução reside, no ordenamento jurídico português, o elemento subjectivo da proibição de assistência financeira. Exige-se uma vontade concertada entre a sociedade e o terceiro no sentido de facilitar a este último o acesso à condição de accionista (ou o reforço da sua posição), *i.e.*, de utilizar os recursos sociais para auxiliar o aludido terceiro na subscrição ou aquisição de acções – vontade essa que, de resto, permite considerar a operação de financiamento e a operação de subscrição ou aquisição de acções como

⁷⁵ Para mais sobre este entendimento, já pacificado na doutrina, veja-se VAQUERIZO ALONSO, *op. cit.*, pp. 191 e ss..

⁷⁶ PAZ-ARES e PERDICES HUETOS, «Los Negocios...», p. 422, afastam a aquisição de acções por uma sociedade-filha da sociedade assistente, por reconduzirem tais casos à aquisição indirecta de acções próprias (considerando a falta de substancialidade económica própria da sociedade-filha e consequente irrelevância da separação formal dos patrimónios desta e da sociedade-mãe). Por sua vez, PEDRO AZEVEDO MAIA («Parecer jurídico sobre o regime da assistência financeira prestada por um banco», pp. 117 e ss.), entende que, no caso de a sociedade dominante assistir financeiramente a sociedade sua dependente na aquisição de acções, aplicar-se-ão, simultaneamente, o regime da assistência financeira e o regime da aquisição de acções próprias: o primeiro, porquanto a sociedade dominante fornece fundos a *outrem* (a sociedade dependente) para a aquisição das suas acções; o segundo, porquanto as acções adquiridas ou detidas por uma sociedade dependente se consideram, para todos os efeitos e por força do disposto nos art. 325.º-A e 325.º-B, acções próprias da sociedade dominante. Note-se que este caso não se confunde com a utilização, pela sociedade-mãe, da sociedade sua dependente para prestar assistência financeira a terceiros na aquisição das suas acções (na expressão de AZEVEDO MAIA, «*emprestando através da dependente*»); tais casos estarão naturalmente abrangidos pelo escopo da proibição de assistência financeira.

⁷⁷ Alguns autores afastam do campo de aplicação da presente proibição a assistência financeira concedida a sociedades do mesmo grupo empresarial, sustentando que, em tais casos, os interesses dos credores sociais já se encontram suficientemente acautelados pelo regime próprio a que a lei sujeita as sociedades em relação de grupo, «*não se mostrando, por isso, necessário proibir actos que se revelem convenientes ou até indispensáveis para que as sociedades em relação de grupo eduzam benefícios económicos dessa relação*» (DUARTE SILVA, *op. cit.*, p. 222).

⁷⁸ Realce nosso.

uma *unidade negocial complexa*, porquanto orientada para uma finalidade económica unitária⁷⁹.

Esta finalidade deverá ser o motivo *comum e determinante*⁸⁰ do contrato de financiamento. *Comum* na medida em que se exige o conluio da sociedade e do terceiro assistido: pense-se, p. ex., no caso de o terceiro solicitar um empréstimo à sociedade, pretendendo destiná-lo à aquisição de acções, sem que a sociedade tenha conhecimento, porém, deste seu intuito; dificilmente poderemos concluir que estamos no campo de aplicação da proibição, na medida em que se exige um acordo de vontades⁸¹. *Determinante* porquanto o objectivo de facilitar ao terceiro a subscrição ou aquisição de acções deverá consistir o propósito principal da celebração do referido contrato de financiamento⁸².

⁷⁹ Nas palavras de FLORES DOÑA, é o elemento finalístico que permite considerar o negócio de financiamento e a operação de aquisição das acções como uma «*unidade de fin*» (*op. cit.*, p. 1411). AZEVEDO MAIA destaca (*op. cit.*, p. 132) que este critério finalístico, assente no intuito que preside à prática de um acto ou conjunto de actos, «*não é excepcional, antes corresponde a um critério commumente utilizado no ordenamento jurídico-mercantil português. É com base na intenção do sujeito que se qualifica e determina o regime da compra e venda – civil ou comercial (v. arts. 463.º ss. do Código Comercial) –, do aluguer – civil ou mercantil (art. 481.º do Código Comercial) –, do mandato, etc., etc. Aliás, é com base nessa mesma intenção que se qualifica uma sociedade, e se distingue esta de uma cooperativa, ou de um agrupamento complementar de empresas, por exemplo*» (realce do Autor).

⁸⁰ Expressão de PAZ-ARES, PERDICES HUETOS, «Los Negocios...», p. 423.

⁸¹ Neste sentido, cfr. ROCHA, *op. cit.*, p. 315. A este propósito, veja-se ainda PAZ-ARES, PERDICES HUETOS, «Los Negocios...», p. 423, que recusam a aplicação da proibição a casos de dolo eventual da sociedade, afirmando que terá que existir um dolo directo da mesma em atingir o objectivo proibido pela norma.

⁸² Alguns autores afastam a aplicabilidade da proibição em apreço nos casos em que a assistência financeira para a aquisição de acções consista num mero elemento incidental de uma operação considerada *in toto*. Neste sentido, DENIS KEENAN e JOHN ANDERSON, *Accountancy* (1987), Londres, vol. 99, 1126.º, pp. 102 e ss.. Esta foi a questão central do caso jurisprudencial britânico *Brady v. Brady* (1989); neste caso, a House of Lords analisou a divisão de um grupo empresarial familiar levada a cabo pelos dois irmãos Brady, os quais se assumiam como incapazes de continuar a trabalhar juntos e manter o património familiar unificado. O esquema desenvolvido por estes impunha que, em determinado estágio do processo, uma empresa concedesse assistência financeira à sociedade que adquiriu as suas acções, o que conduziu à suspeita de ilegalidade em virtude da violação da proibição de assistência financeira. As partes sustentaram que, no caso em apreço, a assistência financeira concedida se limitava a um elemento incidental da operação engendrada; esta não havia sido executada com o propósito de auxiliar o terceiro (no caso, a sociedade que adquiriu as acções), mas com um propósito mais lato, de reestruturação empresarial, sendo certo que consistia no único meio que as partes, de boa-fé, consideravam capaz de salvaguardar a solvência da sociedade – numa remissão evidente para as *purpose exceptions* (cfr. NR 13 *supra*) que, então, já se encontravam em vigor. Na sua análise, a House of Lords (liderada pelo Lord Olivier) concluiu que «*purpose*» não é o mesmo que «*reason*»; *i.e.*, que

A primordial dificuldade relacionada com este elemento refere-se à prova da sua verificação⁸³, devendo o julgador lançar mão dos critérios tradicionais de interpretação da vontade das partes⁸⁴, bem como das circunstâncias que rodeiem a conclusão do negócio. Aí reside a importância de indícios como o comportamento concludente dos contraentes, a utilização atribuída aos fundos avançados pela sociedade, o resultado económico que da operação decorre para esta última (o facto de ser uma operação totalmente desprovida de interesse comercial para a mesma, p. ex., poderá indiciar a presença de outras motivações que não a realização do objecto social), a frequência com que a sociedade concede financiamentos a terceiros, etc.⁸⁵.

Um dos indícios mais debatidos pela doutrina consiste na aproximação temporal das operações de financiamento e de subscrição ou aquisição das acções. Resulta evidente que, quanto mais desfasadas no tempo estas ocor-

pese embora pudesse existir uma razão mais lata para a execução de determinada operação que abrangesse a concessão de assistência financeira, o propósito desta continua a ser o de facilitar a aquisição de acções pelo terceiro. Citando Lord Olivier, «*the ultimate reason for forming the purpose of financing an acquisition may, and in most cases probably will, be more important to those making the decision than the immediate transaction itself. But 'larger' is not the same thing as 'more important' nor is 'reason' the same as 'purpose'. If one postulates the case of a bidder for control of a public company financing his bid from the company's own funds – the obvious mischief at which the section is aimed – the immediate purpose which it is sought to achieve is that of completing the purchase and vesting control of the company in the bidder. The reasons why that course is considered desirable may be many and varied. The company may have fallen on hard times so that a change of management is considered necessary to avert disaster. It may merely be thought, and no doubt would be thought by the purchaser and the directors whom he nominates once he has control, that the business of the company will be more profitable under his management than it was heretofore. These may be excellent reasons but they cannot, in my judgment, constitute a 'larger purpose' of which the provision of assistance is merely an incident. The purpose and the only purpose of the financial assistance is and remains that of enabling the shares to be acquired*» (realce nosso; disponível em <http://www.swarb.co.uk/lisc/Cmpny19851989.php>, consultado pela última vez em 31 de Março de 2011). Esta decisão jurisprudencial tornou-se conhecida como o ponto de viragem no modo como a doutrina encarava as *purpose exceptions*, que, desde então, passaram a ser objecto de um enfoque claramente reducionista (cfr. ROSA GREAVES e BRENDA HANNIGAN, «*Gratuitous Transfer and Financial Assistance after Brady*», in *Company Lawyer* (1989), pp. 135 e ss.).

⁸³ BAYONA GIMÉNEZ, *op. cit.*, p. 311, refere-se à «*prova diabólica de intenções*».

⁸⁴ Cfr. o disposto no art. 236.º do CC, o qual determina que «[a] declaração negocial vale com o sentido que um declaratório normal, colocado na posição do real declaratório, possa deduzir do comportamento do declarante, salvo se este não puder razoavelmente contar com ele».

⁸⁵ Sobre os critérios de interpretação da vontade das partes do negócio jurídico, cfr. ANTÓNIO FERRER CORREIA, *Erro e Interpretação na Teoria do Negócio Jurídico*, Coimbra, Almedina, 2001 e PAULO MOTA PINTO, *Declaração Tácita e Comportamento Concludente no Negócio Jurídico*, Coimbra, Almedina, 1995, *maxime* pp. 438 e ss..

ram, maior dificuldade terá o julgador em apreciar onexo causal que as une⁸⁶. Parece-nos, no entanto, que limitar a proibição a um período temporal pré-definido revelar-se-ia contraproducente: pense-se nas grandes operações de reestruturação, p. ex., onde amiúde as operações de financiamento e de aquisição de acções ocorrem separadas por meses ou, até, por anos. Cremos, pois, que o elemento temporal deverá relevar apenas como mais um indício de interpretação da vontade das partes aquando da celebração do contrato de financiamento⁸⁷ – sem dúvida importante, mas não definitivo –, e, como tal, objecto de uma análise casuística, juntamente com as restantes circunstâncias da operação⁸⁸.

Igualmente discutida é a aplicação da proibição de assistência financeira aos casos em que o acordo entre a sociedade e o terceiro surge posteriormente ao acto de aquisição de acções. Note-se que a ordem cronológica por que ocorrem as operações materiais de financiamento e de aquisição é irrelevante⁸⁹; a questão coloca-se relativamente ao momento em que é celebrado o próprio acordo de assistência financeira.

Imagine-se, p. ex., que o terceiro solicita um empréstimo já após ter adquirido as acções, sem que a sua concessão estivesse previamente acordada ou, sequer, apalavrada. Nestes casos, a aquisição não parece ser *consequência* do financiamento, mas independente dele. Tal não implica, porém, que a *causa* do financiamento não seja facilitar a aquisição – ainda que esta já tenha ocorrido. Assim, se o motivo *comum e determinante* do contrato de financiamento é auxiliar financeiramente o terceiro na subs-

⁸⁶ A doutrina alemã dos nossos dias sugere inclusivamente o prazo de um ano como distanciamento suficiente para afastar onexo causal entre a operação de financiamento e a aquisição de acções. Cfr. JOANA PINTO MONTEIRO, *Assistência Financeira nas Sociedades em Relação de Domínio (Relatório de Mestrado)* in *Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa*, 2006, p. 22.

⁸⁷ Cfr. VAQUERIZO ALONSO, *op. cit.*, pp. 198-199 e PAZ-ARES, PERDICES HUETOS, «Los Negocios...», p. 424.

⁸⁸ BAYONA GIMÉNEZ, *op. cit.*, pp. 314-315, sugere que a finalidade de facilitar ao terceiro a condição de accionista se presume sempre que as operações ocorram num período temporal próximo, cabendo à sociedade e ao terceiro a prova do contrário. Muito embora seja inquestionável que tal presunção facilitaria a aplicação da proibição de assistência financeira, não cremos que a mesma se possa ancorar no texto legal, o qual não contém qualquer referência ao elemento temporal, ainda que a título de repartição do ónus de prova.

⁸⁹ VENTURA, *Estudos Vários...*, p. 377, afirma que «[p]ara a proibição, é indiferente (...) que a assistência seja anterior ou posterior à aquisição das acções». No mesmo sentido, v. CLIVE WELLS e ROB BENNETT, «UK Financial Assistance: Rogue's charter», in *International Financial Law Review* (2006), pp. 1 e ss..

crição ou aquisição de acções, entendemos que a proibição aplicar-se-á⁹⁰, independentemente do momento em que se consubstancia o acordo entre aquele e a sociedade.

Igualmente irrelevante, a este propósito, parece ser a quantidade de acções adquiridas pelo terceiro, ou, melhor, o resultado que decorre dessa aquisição na óptica da sociedade. Discordamos, assim, da corrente doutrinal moderna que distingue as situações de aquisição de acções que conduzem ao domínio da sociedade – sustentando que, em tais casos, o acordo posterior é, necessariamente, subsumível ao tipo legal –, daquelas nas quais a quantidade de acções adquiridas não conduz a tal resultado – caso em que a proibição não terá aplicação, na medida em que, no momento de aquisição das acções, o financiamento consistia numa eventualidade com a qual o terceiro «*não podia contar*»⁹¹.

Resulta evidente que, na primeira hipótese descrita, a proibição será de aplicar. Pense-se nos casos em que o terceiro contrai um empréstimo com um financiador externo (p. ex., um banco), com o qual adquire acções representativas da maioria do capital social da SA e, uma vez já em controlo desta, «*delibera*» alocar os fundos sociais à amortização do mencionado empréstimo. O acordo da sociedade é, em rigor, posterior ao acto de financiamento, mas a proibição aplicar-se-á indubitavelmente. Aliás, tal exemplo corresponde, precisamente, à motivação histórica da consagração da proibição sobre que nos debruçamos⁹².

Não obstante seja mais dúbio, defendemos igualmente a aplicação da proibição à segunda hipótese. Com efeito, julgamos que a tónica não deverá estar naquilo com que o terceiro podia ou não contar no momento em que adquiriu as acções, mas naquilo com que a sociedade podia e *efectivamente* contava quando acedeu em conceder financiamento, ainda que o mesmo seja posterior à subscrição ou aquisição de acções. Se, no momento em que é celebrado o acordo, a sociedade tinha presente – e, mais, pretendia – que o financiamento se destinava a facilitar o resultado aquisitivo (p. ex., permitindo ao terceiro amortizar o empréstimo que havia contraído junto do banco para dispor dos fundos com os quais adquiriu as acções, deixando, assim, de pagar juros sobre o capital mutuado junto daquela instituição), o mesmo está compreendido no campo de incidência da proibição. *I.e.*, a hipótese legal cumprir-se-á sempre que

⁹⁰ Neste sentido, cfr. VAQUERIZO ALONSO, *op. cit.*, pp. 202-206. No sentido oposto, cfr. J. M. ÁLVAREZ ARJONA, «Comentario a la RDGRN de 1 de diciembre de 2000» in *Cuadernos Civitas de Jurisprudencia Civil* (57), 2001, pp. 529 e ss..

⁹¹ Cfr. PAZ-ARES, PERDICES HUETOS, «Los Negocios...», pp. 425-427.

⁹² V. NR 13 *supra*.

a prestação em que se materializa a assistência financeira da sociedade for dirigida à subscrição ou aquisição dos seus títulos, sendo irrelevante se esta operação é futura ou passada. O relevante, repita-se, é o propósito com que é concedido o financiamento.

III. Modalidades de assistência financeira

i. Quanto à estrutura negocial

Quanto à estrutura negocial, a hipótese mais evidente de materialização de assistência financeira consiste naquela em que a SA concede fundos directamente ao terceiro⁹³ que subscreve ou adquire as suas acções. Na medida em que o art. 322.º não exige coincidência entre o beneficiário do auxílio financeiro e o adquirente das acções, a proibição abrange igualmente as situações nas quais a sociedade facilita ao terceiro a aquisição dos seus títulos favorecendo o sócio que se dispõe a desfazer-se deles⁹⁴. Neste caso, a assistência financeira materializa-se indirectamente, através do financiamento prestado a um sujeito mediato. É, porém, imprescindível – para que se entenda que existiu assistência financeira –, que o financiamento concedido pela sociedade ao vendedor não resulte apenas na aquisição de acções pelo terceiro, mas que reverta num benefício para este último. Por fim, incluem-se ainda no campo material de aplicação desta norma os casos nos quais a sociedade fornece fundos ou presta garantias a um quarto interveniente (como, p. ex., um banco), que, por sua vez, financia o terceiro/adquirente das acções. Tais casos poder-se-ão constatar, designadamente, na prestação de uma garantia destinada a assegurar o cumprimento do empréstimo contraído pelo terceiro junto do financiador externo.

ii. Quanto aos efeitos económicos

Quanto aos seus efeitos económicos, a assistência financeira abrange (i) operações que não implicam a concessão de qualquer vantagem patrimonial efectiva para o terceiro⁹⁵ (nomeadamente, através de financia-

⁹³ Recorde-se que este terceiro pode ser, já, accionista da SA assistente.

⁹⁴ P. ex., através da concessão de uma garantia sobre o preço, porventura alavancado, das acções.

⁹⁵ Os intitulados «negócios neutros» que abordámos *supra*.

mento prestado com uma contraprestação suficiente); (ii) operações que envolvem a atribuição de um benefício ou vantagem patrimonial ao terceiro, com o conseqüente declínio dos recursos sociais (p. ex., negócios gratuitos ou onerosos com um claro desequilíbrio entre as contraprestações) ou (iii) operações que implicam o recurso ao endividamento social, resultando, pois, numa alavancagem financeira sobre o património da sociedade (tipicamente em operações de reestruturação social ou tomada de controlo).

IV. Excepções à proibição de assistência financeira

O n.º 2 do art. 322.º exclui do perímetro de incidência da proibição de assistência financeira as transacções que se enquadrem «nas operações correntes dos bancos ou de outras instituições financeiras», bem como as operações efectuadas «com vista à aquisição de acções pelo ou para o pessoal da sociedade ou de uma sociedade com ela coligada». Em qualquer dos casos, prevê-se que de tais operações não poderá resultar que o activo líquido da sociedade se torne inferior à soma do capital subscrito e das reservas legal ou estatutariamente indisponíveis.

Ambas as excepções, que decorrem, naturalmente, da Segunda Directiva⁹⁶, assentam na especial qualidade das partes entre as quais é celebrada a operação de financiamento: por um lado, bancos ou instituições financeiras; pelo outro, trabalhadores da sociedade assistente ou de uma sociedade com ela coligada. Acrescentamos, com Vaquerizo Alonso⁹⁷, que a primeira excepção visa, sobretudo, não entorpecer a gestão ordinária das instituições financeiras (para quem é essencial saber, à partida, se as operações por si praticadas são válidas ou não), enquanto que a segunda responde a uma necessidade de política social.

Quanto à primeira excepção⁹⁸, e conforme vem sendo denunciado pela doutrina mais autorizada⁹⁹, a principal dificuldade hermenêutica reside não no seu pressuposto subjectivo («bancos ou de outras instituições

⁹⁶ O legislador português, na esteira dos restantes ordenamentos jurídicos europeus, optou pela não consagração da terceira excepção prevista pela Segunda Directiva, relativa às sociedades de investimento de capital fixo (cfr. n.º 3 do art. 23.º da Segunda Directiva).

⁹⁷ Cfr. VAQUERIZO ALONSO, *op. cit.*, p. 505.

⁹⁸ Esta excepção não foi consagrada no ordenamento jurídico italiano. Cfr. art. 2358.º do CCit.

⁹⁹ Cfr., p. ex., ROCHA, *op. cit.*, p. 316.

financeiras)¹⁰⁰, mas no pressuposto objectivo, firmado na expressão «*operações correntes dos bancos ou de outras instituições financeiras*», a qual deverá ser interpretada com base na legislação bancária¹⁰¹. É inegável, porém, que o cerne da actividade bancária se situa, precisamente, na concessão de crédito¹⁰² – *i.e.*, em negócios de financiamento –, o que fundamentou, originariamente, o aparecimento desta excepção.

Com efeito, a mesma surgiu, no Reino Unido¹⁰³, quando o respectivo ordenamento jurídico proibia ainda as operações de financiamento que fossem celebradas *com a finalidade* de facilitar a aquisição de acções ou, simplesmente, *em conexão* com esta. No âmbito desta tese objectivista, justificava-se que, por motivos de segurança jurídica, se excluíssem à partida do campo de aplicação da proibição operações praticadas por instituições de crédito, sob risco de obrigar as mesmas a verificar o destino dado a todos os financiamentos concedidos. Todavia, a partir do momento em que singrou o elemento subjectivista, a excepção perdeu a sua razão de ser: considerando que, actualmente, a tónica da proibição em análise assenta na finalidade com que é celebrado o contrato de financiamento, dificilmente se enquadrará nas operações correntes do banco a concessão de crédito *justamente* com o intuito de facilitar ao terceiro a aquisição das acções representativas do seu próprio capital social. A assistência financeira é, por definição, uma operação estranha ao objecto social – até mesmo para bancos e outras instituições financeiras –, motivo pelo qual esta excepção é hoje entendida como uma *norma de favor* ao sector bancário¹⁰⁴.

Relativamente à segunda excepção, a principal dificuldade reside não na noção de sociedade coligada¹⁰⁵, mas de «*pessoal da sociedade*», a qual

¹⁰⁰ AZEVEDO MAIA (*op. cit.*, p. 52) destaca que o pressuposto subjectivo desta excepção, radicado na expressão «*instituições financeiras*» (cfr. n.º 2 do art. 322.º), deverá ser interpretado «*num sentido amplo, abrangendo sociedades financeiras e instituições de crédito (entre as quais, à cabeça, os bancos (...))*».

¹⁰¹ Sobretudo a partir do RGICSF, aprovado pelo DL 298/92, de 31 de Dezembro, na redacção do DL 140-1/2010, de 30 de Dezembro. Cfr. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO e CARLA TEIXEIRA MORGADO, *Leis da Banca Anotadas*, 3.ª ed., Coimbra, Almedina, 2005.

¹⁰² Cfr. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito Bancário*, 3.ª ed., Coimbra, Almedina, 2008, pp. 829 e ss. e ANTÓNIO PEDRO A. FERREIRA, *Direito Bancário*, 2.ª ed., Lisboa, Editora Quid Iuris, 2009, pp. 685 e ss..

¹⁰³ Foi, posteriormente, importada pelo legislador comunitário para a Segunda Directiva.

¹⁰⁴ No mesmo sentido, cfr. VAQUERIZO ALONSO, *op. cit.*, p. 509. Os perigos decorrentes desta excepção foram evidenciados, aliás, por alguns casos recentes do panorama bancário nacional.

¹⁰⁵ Sobre esta noção, cfr. JOSÉ A. ENGRÁCIA ANTUNES, *Os Grupos de Sociedades – Estrutura e Organização Jurídica da Empresa Plurissocietária*, 2.ª ed., Coimbra, Almedina, 2002, pp. 269 e ss..

deverá ser interpretada de acordo com o direito laboral¹⁰⁶. Se nos parece pacífico que, deste conceito – pelo menos, no que concerne à excepção em apreço –, estão afastados os administradores da sociedade¹⁰⁷, a dúvida persiste relativamente ao pessoal ligado à mesma não por via de um contrato de trabalho subordinado ou equiparado¹⁰⁸, mas mediante um contrato de prestação de serviços¹⁰⁹.

Recentemente, tem-se entendido que a *ratio* da excepção extravasa já a mera política social, assentando igualmente em fins macroeconómicos de política empresarial¹¹⁰ – tais como o fomento da participação financeira dos trabalhadores na sociedade, com consequências a nível de índices de emprego e flexibilidade salarial, ou o impacto que a detenção, pelos traba-

¹⁰⁶ Cfr., designadamente, LUÍS MANUEL TELES DE MENEZES LEITÃO, *Direito do Trabalho*, 2.^a ed., Coimbra, Almedina, 2010, p. 155, JÚLIO MANUEL VIEIRA GOMES, *Direito do Trabalho*, Volume I: «Relações Individuais de Trabalho», Coimbra, Coimbra Editora, 2007, pp. 101 e ss., PAULA QUINTAS e HÉLDER QUINTAS, *Manual de Direito do Trabalho e de Processo do Trabalho*, Coimbra, Almedina, 2010, pp. 50 e ss. e ANTÓNIO MONTEIRO FERNANDES, *Direito do Trabalho*, 15.^a ed., Coimbra, Almedina, 2010, pp. 197 e ss..

¹⁰⁷ Não apenas por via do art. 397.º, mas, também, sob risco de se lhes permitir «*o que se pretende precisamente evitar*» – ROCHA, *op. cit.*, p. 317. Tal corresponde, aliás, à tradição britânica – cfr. NR 13 *supra*. Perfilha o entendimento oposto LABAREDA (*Direito...op. cit.*, p. 188, NR 20), que inclui na excepção em questão os corpos sociais da sociedade assistente.

¹⁰⁸ VENTURA, *Estudos Vários...*, p. 381, estende esta excepção aos ex-trabalhadores da empresa, que cessaram os seus contratos de trabalho por motivos de reforma.

¹⁰⁹ Sem pretender descurar o tema, poder-se-á dizer que, muitas vezes, a questão ora colocada reconduzir-se-á essencialmente à consideração, ou não, de determinado contrato (alegadamente) de prestação de serviços como um contrato de trabalho – *vexata quaestio* que terá que ser resolvida no âmbito do direito laboral –, e não à problemática da aplicação da presente excepção à proibição de assistência financeira. De todo o modo, a doutrina diverge quanto a este último aspecto: OSÓRIO (*op. cit.*, pp. 210 e ss.), p. ex., entende que a excepção em apreço aplicar-se-á unicamente aos trabalhadores ligados à sociedade por um contrato de trabalho subordinado, enquanto que JOÃO LABAREDA (*Direito...op. cit.*, p. 188, NR 20) consagra-a a favor de todas as pessoas que «*mantêm com a sociedade um contrato de trabalho ou autónomo (...). Tratar-se-á, pois, dos que, em substância, trabalham na sociedade*».

¹¹⁰ Sobre as diversas formas de participação dos trabalhadores no capital da empresa, cfr. M. COZIAN, A. VIANDIER, FL. DEBOISSY, *Droit des Sociétés*, Paris, Litec, 2000, pp. 318 e ss.. Sobre a influência norte-americana nos planos de *stock options* europeus, consagrados a favor de trabalhadores, cfr. STEPHEN C. CURLEY e ALAN M. JUDES, «The Impact of US Securities Laws on UK Share-Option Schemes», in *Benefits & Compensation International* (1991), Londres, vol. 20, 9.º, pp. 15-19. No ordenamento jurídico espanhol, a excepção em análise assume outra dimensão, na medida em que concretiza o princípio constitucional, constante do art. 46.º da *Constitución de la República Española*, que consagra o direito dos trabalhadores à participação na direcção da empresa. Sobre a presente excepção, naquela ordem jurídica, cfr. MARÍA DE LA SIERRA FLORES DOÑA, *Adquisición de Acciones Financiada por la Sociedad*, 2.^a ed., Madrid, Editoriales de Derecho Reunidas, 2000, pp. 262 e ss..

lhadores, de uma fracção do risco empresarial tem no aumento da produtividade e na atenuação dos conflitos de interesses¹¹¹.

A validade das operações realizadas no contexto das excepções *supra* descritas está dependente da utilização exclusiva, para esse efeito, de bens disponíveis da sociedade. Ora, não obstante se reconheça, também neste ponto, a preocupação do legislador com a intangibilidade do capital social, Rocha¹¹² considera, na esteira de alguma doutrina estrangeira¹¹³, que o escopo proteccionista não foi atingido, considerando que, para tal, seria necessário que houvesse ficado prevista a constituição obrigatória de uma reserva¹¹⁴ para a cobertura dos riscos assumidos com as operações de assistência financeira, por valor correspondente aos fundos disponíveis nas mesmas utilizados.

V. Consequências da violação da proibição de assistência financeira

As operações concluídas em violação da proibição consagrada no art. 322.º são, nos termos do n.º 3 do mesmo artigo, nulas¹¹⁵. O ordenamento jurídico português soma-se, assim, àqueles onde a sanção jurídica aplicável à violação da proibição de assistência financeira se encontra expressamente consagrada¹¹⁶. Na ausência de tal estatuição na Segunda Directiva, muitos foram os países que optaram por não prever qualquer

¹¹¹ Sobre a possibilidade da participação dos trabalhadores nos lucros da sociedade como forma de promover a eficiência e produtividade dos mesmos, cfr. CARLOS OSÓRIO DE CASTRO e GONÇALO ANDRADE E CASTRO, «A distribuição de lucros a trabalhadores de uma SA por deliberação da Assembleia Geral» *in RevOD* (137), vol. I, Almedina, 2005, pp. 57-80.

¹¹² Cfr. ROCHA, *op. cit.*, p. 317. No sentido oposto, cfr. FLORES DOÑA, «Asistencia Financiera...», p. 1415.

¹¹³ Cfr., p. ex., PAZ-ARES, PERDICES HUETOS, «Los Negocios...», pp. 485-487, *maxime* p. 490 e ss. e BAYONA GIMÉNEZ, *op. cit.*, p. 66.

¹¹⁴ Sobre a constituição e a função das reservas, cfr. PEREIRA DE ALMEIDA, *Sociedades...*, pp. 220 e ss..

¹¹⁵ Sendo igualmente nulas as operações que se enquadrem numa das excepções previstas pelo n.º 2 do art. 322.º, mas que não cumpram o requisito constante da sua parte final («(...) *todavia, de tais transacções e operações não pode resultar que o activo líquido da sociedade se torne inferior ao montante do capital subscrito acrescido das reservas que a lei ou o contrato de sociedade não permitam distribuir*»).

¹¹⁶ É o caso, p. ex., do ordenamento jurídico alemão.

cominação para a violação da proibição¹¹⁷, com consequências gravosas para a segurança jurídica do seu tráfego comercial¹¹⁸.

Alguns doutrinários¹¹⁹ têm vindo a criticar o alcance e a severidade desta sanção, particularmente em operações com uma estrutura negocial complexa (como, em regra, são as de assistência financeira). Sustenta-se, pois, a substituição do excessivo rigor da nulidade por uma apreciação casuística e modelada aos contornos do caso concreto, o que permitiria que os efeitos jurídicos radicais associados à nulidade fossem «*adaptados*»¹²⁰ em função da melhor defesa dos interesses protegidos pela norma violada. Considerando que, no ordenamento jurídico português, a nulidade se encontra expressamente prevista como remédio jurídico aplicável aos casos em apreço, tais teses não têm merecido, entre nós, qualquer eco.

Assim, em Portugal, os actos¹²¹ (de natureza contratual ou não) que consubstanciam assistência financeira são nulos, devendo o terceiro, conseqüentemente, restituir à sociedade assistente quaisquer fundos que lhe tenham sido concedidos¹²². Relativamente ao próprio negócio de aquisição de acções, porém, a doutrina diverge. Na medida em que defendemos que o resultado aquisitivo não é elemento essencial da proibição de assistência financeira, compreendemos os argumentos invocados pelos autores que afastam a extensão dos efeitos da nulidade ao próprio negócio de aquisição de acções¹²³. Contudo, cremos que o mesmo, a ocorrer, ficará, igualmente, prejudicado: em primeiro lugar, porquanto o contrato de financiamento e o contrato de aquisição de acções consistem numa operação negocial unitária, e a interdependência funcional que os liga implica que a nulidade do primeiro acarrete a nulidade do segundo – em aplicação, aliás, do princípio expresso no brocardo «*simul stabunt, simul cedent*», segundo o qual a extinção de um dos contratos coligados afectará o outro¹²⁴. Em segundo lugar, na medida em que, a admitir-se a validade

¹¹⁷ Designadamente Espanha e Itália.

¹¹⁸ Não obstante, em tais ordenamentos jurídicos, a nulidade tem vindo a ser aplicada por via indirecta (*i.e.*, fundamentando-se em regras e princípios gerais de direito).

¹¹⁹ Sobre este assunto, cfr. JOSÉ ANTÓNIO SÁNCHEZ DAFOS, «El efecto de la prohibición de asistencia financiera en las operaciones de *Forward Merger LBO* en España y el efecto de la reforma en Italia» in *RdS* (24), 2005, Aranzadi, pp. 487-501, *maxime* pp. 504 e ss..

¹²⁰ V. VAQUERIZO ALONSO, *op. cit.*, p. 539.

¹²¹ Esta nulidade não fere, porém, os actos que se situam a montante da assistência financeira – *i.e.*, os actos pelos quais a sociedade se dota dos fundos que irá, posteriormente, conceder ao terceiro. Neste sentido, cfr. VENTURA, *Estudos Vários...*, p. 379.

¹²² Cfr. art. 289.º do CC.

¹²³ Cfr. PAZ-ARES, PERDICES HUETOS, «Los Negocios...», pp. 464-468.

¹²⁴ O regime jurídico dos contratos coligados é tratado, designadamente por MÁRIO JÚLIO DE ALMEIDA COSTA (*Direito das Obrigações*, Coimbra, Almedina, 2009, pp. 377 e ss.),

do negócio de aquisição das acções, o efeito útil da proibição seria diminuído: o terceiro restituiria à sociedade assistente os fundos concedidos e utilizados para esse efeito, por força do art. 289.º do CC, tal como se de um mútuo se tratasse – o qual é, igualmente, proibido pelo art. 322.º do CSC.

No caso de violação da proibição de assistência financeira, haverá responsabilidade civil e penal¹²⁵ dos administradores da sociedade assistente, nos termos do disposto nos arts. 72.º e 510.º, respectivamente.

VI. Concretização do regime da proibição de assistência financeira: análise do caso particular dos LBO

A concessão de auxílio financeiro constitui, frequentemente, a peça principal de complexas estratégias económicas desenhadas com o objectivo de facilitar operações de reestruturação empresarial que implicam a tomada de controlo por um terceiro, intituladas de *leveraged buy-outs*¹²⁶.

A doutrina tem definido os LBO como uma técnica de aquisição de uma participação accionista maioritária – ou total – de uma sociedade, na qual o custo da aquisição¹²⁷ recai sobre a própria sociedade adquiri-

que define a coligação de contratos como «dois ou mais contratos entre si ligados de alguma maneira, todavia sem prejuízo da individualidade própria que subsiste».

¹²⁵ Desde que a violação da proibição da assistência financeira tenha sido praticada com dolo (cfr. art. 527.º CSC), os administradores da sociedade poderão estar sujeitos a uma multa até 120 dias (cfr. art. 510.º CSC).

¹²⁶ Doravante, LBO. Para uma análise dos LBO na perspectiva económica, cfr. PATRICK A. GAUGHAN, *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*, Nova Iorque, John Wiley & Sons, Inc., 1996, pp. 261 e ss.. MIKE WRIGHT, LUC RENNEBOOG, TOMAS SIMONS e LOUISE SCHOLLES, em «Leveraged Buyouts in the UK and Continental Europe: Retrospect and Prospect» (disponível em www.ecgi.org/wp, consultado pela última vez em 31 de Março de 2011) apresentam várias estatísticas relativas às operações de *buy-outs* e *buy-ins* ocorridas na Europa Continental entre 1996 e 2005 (organizadas em função do número, valor, etc.), que se revelam extremamente interessantes. A conclusão que se pode retirar coincide, de resto, com aquela que é expressa por J. W. ANTHONY CANN e ANNE MARSHALL («Leverage: United Kingdom», in *International Financial Law Review* (1990), pp. 77 e ss.): «[t]he UK (...) boasts the most favorable market for takeovers in Europe».

¹²⁷ Não se exige, naturalmente, que a sociedade adquirida suporte a totalidade do custo da sua aquisição; bastando, para este efeito, que suporte uma parte significativa do mesmo.

da^{128/129}. As variantes práticas que esta técnica pode adoptar são inúmeras¹³⁰; o relevante é que, em todas elas, é a própria sociedade adquirida que suporta o custo económico-financeiro da sua aquisição, ocorrendo um aumento significativo do seu coeficiente de endividamento com o consequente resultado de *alavancagem financeira* sobre o seu património social¹³¹. A aporção de fundos por parte dos próprios compradores revela-se, assim, pouco significativa: os meios financeiros necessários para a aquisição da empresa são obtidos através do recurso ao financiamento, cujo custo económico-financeiro é suportado pela sociedade que foi objecto da operação¹³².

Ora, numa primeira análise (e atendendo sobretudo ao elemento literal da respectiva previsão legal), esta técnica jurídico-financeira de aquisição de sociedades não parece subsumível à proibição de assistência finan-

¹²⁸ OSÓRIO (*op. cit.*, p. 9) define os *leveraged buy-outs* como uma «forma específica de aquisição societária [caracterizada pela] transferência do custo de aquisição para a sociedade adquirida, mediante a assunção por esta de uma dívida contraída para a sua aquisição e que passa a fazer parte do seu passivo exigível». Sobre este tema, cfr. JOSÉ A. ENGRÁCIA ANTUNES, «A empresa como objecto de negócios, “Asset Deals” versus “Share Deals”» in ROA (68), vol. II/III, 2008, pp. 715-793, pp. 735-737, e ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, «Da tomada de sociedades (takeover): efectivação, valoração e técnicas de defesa», in ROA (54), vol. III, Dezembro 1994, pp. 761-777, maxime pp. 768 e ss. («[d]esenvolveram-se, assim, técnicas sofisticadas de LBO (...), que consistem em assegurar o financiamento da compra duma empresa, essencialmente, com capital alheio obtido à custa da própria empresa que se pretenda adquirir»).

¹²⁹ Aliás, *buy-out* é definido pelo *Dictionary of Finance and Banking* (Nova Iorque, Oxford University Press, 2008) como «*the acquisition of one company by another through the use of borrowed funds*».

¹³⁰ Não abordaremos, no presente artigo, as diferentes formas que o LBO pode revestir (designadamente, «*Management Leveraged Buy-Out(s)*», «*Employee Buy-Out(s)*», «*Family Buy-Out(s)*», «*Management Leveraged Buy-In(s)*», «*Investors Buy-Out(s)*» e figuras afins). Para mais sobre este assunto, cfr. ANTUNES, «A empresa...», pp. 735-736; OSÓRIO, *op. cit.*, pp. 93 e ss.; JORGE SIMÕES CORTEZ, *Seminário 'A transmissão de participações sociais': Esquemas (tópicos das sessões) – Primeira Sessão* (texto não publicado), p. 2, NR 9. Também não serão abordadas as várias configurações que podem revestir as fusões alavancadas (*forward merge*, *reverse merge*, etc.) – até porque, com MOTA («Proibição... (Parte II)», p. 92), tendemos a considerar que, embora nalguns casos, possam ter alguma relevância jurídica por mitigarem o risco da transacção, as diferenças entre estas são mais formais do que substanciais. Para mais sobre as possíveis formas de *merger LBO*, cfr. OSÓRIO, *op. cit.*, pp. 133-251.

¹³¹ GREGORY BRIAN SEEL («An overview of leveraged buy-out transactions», disponível em <http://ssrn.com/abstract=1532261>, consultado pela última vez em 31 de Março de 2011), estima que o nível médio de endividamento de uma sociedade adquirida através de uma operação de *leveraged buy-out* se situa entre três a sete vezes o seu EBITDA.

¹³² Citando OSÓRIO (*op. cit.*, p. 17), «[a]o utilizar a expressão LBO significa-se que a compra de empresas se materializa com uma aporção mínima de meios financeiros por parte dos compradores e o máximo recurso ao endividamento da sociedade adquirida, de sorte que, uma vez consumada a operação, o coeficiente de endividamento, ou *alavancagem financeira* (que exprime uma relação entre dívidas e fundos próprios da sociedade adquirida), aumenta de forma relevante».

ceira. Do mesmo modo, poder-se-á afirmar, em regra, que cada um dos seus passos, individualmente considerados, não atenta contra a mencionada proibição¹³³ – particularmente quando, em nenhum momento do processo, a sociedade adquirida concede empréstimos ou presta garantias a favor da sociedade adquirente¹³⁴. No entanto, é inegável que o resultado material da operação se reconduz ao efeito pernicioso a que o legislador pretendeu, precisamente, obviar: o de ser a sociedade adquirida a suportar, com o seu património social, o custo da sua própria aquisição¹³⁵. Por esse motivo, não podemos deixar de subordinar os casos de fusão alavancada à proibição de assistência financeira^{136/137} – seja directamente, por via

¹³³ Neste sentido, cfr. MOTA, «Proibição... (Parte I)», p. 92, e, ainda, em «Briefing: Financial Assistance» in *Publicações Freshfields Bruckhaus Deringer*, Outubro, 2008.

¹³⁴ Conforme destaca OSÓRIO, *op. cit.*, p. 17, em nenhum passo a sociedade adquirida participa «activamente», por vontade própria, nesta operação, produzindo-se os efeitos decorrentes da mesma (particularmente a responsabilização da *targetco* pela dívida contraída pela sociedade veículo) *ope legis*.

¹³⁵ Cfr. OSÓRIO, *op. cit.*, p. 192: «É evidente que se o LBO pressupõe o reembolso dos fundos obtidos para a compra da *target* através desta, uma vez adquirida, haverá, em certa medida, uma assistência financeira à *newco*».

¹³⁶ Neste sentido, e citando apenas alguns dos autores que defendem a subsunção dos casos de LBO à proibição de assistência financeira, cfr. LISA BUSHROD, «UK», in *European Venture Capital & Private Equity Journal* (2003), Londres, pp. 1 e ss.; JOHN ATKIN, SIMON TUXEN, ASHLEY BLAC, «Leverage: Australia», in *International Financial Law Review* (1990), pp. 11 e ss.; JOSE FERNANDEZ-RANADA, «Two steps forward, one step back», in *Legal Week* (2009), vol. 11, 15.º, pp. 18 e ss.; EDDY WYMEERSCH, «Company Law in Europe and European Company Law» (disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=273876, consultado pela última vez em 31 de Março de 2011). F. DI SABATO define os LBO como «*acquisizione di pacchetti azionari, di controllo o totalitari, ovvero del patrimonio stesso di una società, mediante l'assistenza finanziaria della stessa società-bersaglio*» (*Manuale delle Società*, Torino, Unione Tipografico-Editrice Torinese, 1993, pp. 378 e ss.). Alertando para a dificuldade de conciliação das normas sobre assistência financeira com as compras alavancadas de sociedades, KING (*op. cit.*) afirmou que «[f]inancial assistance laws have become particularly problematic in recent years due to the growing popularity of leveraged buy-out in Europe and Asia». Destacam a falta de *case law* sobre esta matéria DAVID VIETOR e ESTHER SCHUT, «Ambiguity remains for Dutch buy-outs» in *International Financial Law Review* (2006), pp. 1 e ss.; DAVID STRAUB «Financial Assistance: an inventor-friendly beckons» in *International Law Office*, Janeiro, 2007 e, ainda, WOLF THEISS, «Financial Assistance» in *International Financial Law Review* (2007), pp. 1 e ss.

¹³⁷ Reconhecendo que a proibição de assistência financeira limitava, na prática, o número de operações de LBO em Itália, o legislador italiano acrescentou, em Janeiro de 2003, o art. 2501.º-bis (entretanto alterado pelo Decreto-Lei n.º 39 de 27 de Janeiro de 2010) ao CCit., onde regulou os procedimentos e requisitos a observar para que estas fossem válidas (dispõe o referido art. que «[n]el caso di fusione tra società, una delle quali abbia contratto debiti per acquisire il controllo dell'altra, quando per effetto della fusione il patrimonio di quest'ultima viene a costituire garanzia generica o fonte di rimborso di detti debiti, si applica la disciplina

da sua inclusão na cláusula geral que, em Portugal, se consubstancia na expressão «ou por qualquer outra forma fornecer fundos», seja indirectamente, por via da figura da fraude à lei («*fraus omnia corrumpit*») ^{138/139/140}.

del presente articolo. Il progetto di fusione di cui all'articolo 2501-ter deve indicare le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione. La relazione di cui all'articolo 2501-quinquies deve indicare le ragioni che giustificano l'operazione e contenere un piano economico e finanziario con indicazione della fonte delle risorse finanziarie e la descrizione degli obiettivi che si intendono raggiungere. La relazione degli esperti di cui all'articolo 2501-sexies, attesta la ragionevolezza delle indicazioni contenute nel progetto di fusione ai sensi del precedente secondo comma. Al progetto deve essere allegata una relazione del soggetto incaricato della revisione legale dei conti della società obiettivo o della società acquirente. Alle fusioni di cui al primo comma non si applicano le disposizioni degli articoli 2505 e 2505-bis». Sobre este assunto, cfr. LUDOVICO E. RUSCONI, «Italy enacts new regulation on financial assistance» in *Publicações Baker & McKenzie*, 2008 e MARCO SILVESTRI, «The New Italian Law on Merger Leveraged Buy-Outs: A Law and Economics Perspective» in *EBOR* (6), 2005, pp. 101-147, *maxime* pp. 110 e ss.. Sobre a conjugação deste regime com os artigos referentes à proibição de assistência financeira, pós-transposição da Directiva 2006/68/CE, cfr. UMBERTO PIATTELLI, «Le recenti modifiche agli articoli 2357 e 2358 del Codice Civile: Nuove Opportunità per le Operazioni di Leveraged Buy Out?» in *Il Nuovo Diritto Delle Società* (12), 2009, pp. 66-78.

¹³⁸ A este propósito, citamos C. A. MOTA PINTO (*Teoria Geral do Direito Civil*, Coimbra, Coimbra Editora, 2005, p. 557): «[q]uando se constante, por interpretação, que a lei quis impedir, de todo em todo, um certo resultado, os negócios que procuram contornar uma proibição legal, tentando chegar ao mesmo resultado por caminhos diversos dos que a lei expressamente previu e proibiu são celebrados com fraude à lei». Trata-se, portanto, da protecção *in extremis* da *ratio legis* da proibição, impedindo que fique desvirtuada por técnicas jurídico-económicas como os LBO. No mesmo sentido, cfr. M. COZIAN, A. VIANDIER e FL. DEBOISSY, *op. cit.*, pp. 70 e ss..

¹³⁹ Mais, concordamos com MIGUEL ÁNGEL LÓPEZ MATÉO («Asistencia Financiera: Análisis y Crítica del Derecho Vigente. Ley 3/2009 (I)» in *RDM* (272), Abril/Junho, 2009, pp. 541-618, p. 610) quando afirma que os argumentos esgrimidos pelos autores que não perfilham este entendimento são «*más buscados que encontrados*». Veja-se, p. ex., PAZ-ARES e PERDICES HUETOS («Los Negocios...», p. 437), para quem a fusão não se encontra compreendida na proibição em questão porquanto a norma que a prevê, ao citar apenas exemplos contratuais, determina a não inclusão de operações societárias – desconsiderando estes Autores o facto de se considerarem unanimemente incluídos negócios como a compra e venda ou até mesmo a doação, que não constam, igualmente, do texto legal. Utiliza também argumentos formais – embora reconhecendo-o – OSÓRIO, *op. cit.*, p. 195. A fraude à proibição de assistência financeira é, em certos casos, de tal forma evidente que certos autores explicam mesmo o funcionamento de mecanismos cujo objectivo é, precisamente, elidi-la: veja-se, p. ex., STRAUB, *op. cit.*

¹⁴⁰ Contra a subsunção dos LBO à proibição de assistência financeira, cfr. OSÓRIO, *op. cit.*, pp. 193 e ss.; PAZ-ARES, PERDICES HUETOS, «Los Negocios...», pp. 462-464; STRAUB, *op. cit.*; SÁNCHEZ DA FOS, *op. cit.*, pp. 488-489 e, ainda, LUIZ FERNÁNDEZ DEL POZO, «Revisión crítica de la prohibición de asistencia financiera (art. 81.º LSA)» in *RdS* (3), 1994, Aranzadi, pp. 169-189, *maxime* pp. 187 e ss..

De entre as várias modalidades possíveis, aquela que nos suscita maior interesse é a *merger LBO* ou fusão alavancada. Não tanto devido aos perigos patrimoniais (e outros) que representa – que são, no geral, comuns às restantes técnicas de LBO¹⁴¹ –, mas devido às suas especificidades, as quais se revelam de particular interesse no que concerne à proibição que ora nos atém.

A fusão alavancada pressupõe a intervenção de, pelo menos, duas sociedades: a sociedade que se pretende adquirir com a operação, frequentemente intitulada de *target company*¹⁴², e a sociedade que é constituída com esse fim, ou sociedade veículo.

Em traços gerais, a operação processa-se do seguinte modo¹⁴³: é constituída uma sociedade veículo, que contrai um empréstimo junto de um financiador externo, com o qual adquire uma participação maioritária (ou total) na *targetco*. Em seguida, ambas as sociedades fundem-se¹⁴⁴. Consequentemente, e de acordo com o regime estatuído pelo art. 112.º, a sociedade resultante da fusão assume todos os direitos e obrigações quer da *targetco*, quer da sociedade veículo; designadamente, a dívida contraída por esta última com o propósito de adquirir a *targetco*. Acresce que, uma vez que a sociedade veículo será, na maior parte dos casos, constituída exclusivamente com este propósito, não possuirá activos de relevo, limitando-se o seu património à avultada dívida que possibilitou a aquisição da *targetco*. Em suma, será, pois, o património social desta última – quer assuma a veste de sociedade incorporante, quer assuma a veste de sociedade incor-

¹⁴¹ A sigla LBO já foi objecto de sátira por J. M. GARRIDO («Tácticas defensivas frente a ofertas de adquisición hostiles: la experiencia anglosajona», in *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* (42), Abril-Junho 1992, pp. 362 e ss.), que a interpretou como sendo *Large Bankruptcy Opportunity*. Destacando a problemática do conflito de interesses entre os administradores e os accionistas da *targetco*, ANDREA VICARI, «Conflict of interest of Target Company's Directors and Shareholders in Leveraged Buy-Outs» in *ECFR* (3), vol. 4, 2007, pp. 346-369. Para uma sùmula dos perigos – patrimoniais e outros – associados a esta técnica de aquisição de empresas societárias (com especial enfoque nos riscos de insolvência decorrentes da utilização maciça de dívida), cfr. EILÍS VERONICA FERRAN, «Regulation of private equity – backed leveraged buyout activity in Europe», pp. 7 e ss. (disponível em www.ecgi.org/wp, consultado pela última vez em 31 de Março de 2011).

¹⁴² Seguindo a terminologia importada do direito anglo-saxónico. Doravante, *targetco*.

¹⁴³ Para uma descrição mais pormenorizada, cfr. OSÓRIO, *op. cit.*, p. 190, bem como SÁNCHEZ DAFOS, *op. cit.*, pp. 493-496.

¹⁴⁴ Ocorrendo, em regra, o desaparecimento da sociedade veículo. Neste sentido, BARTOSZ KAROLCZYK («Easier buy-outs» in *International Financial Law Review* (2008), pp. 1 e ss.) considera que um *upstream merger*, com a sociedade veículo como entidade sobrevivente, será mais difícil de convencer os «lenders» a conceder financiamento.

porada, quer seja criada uma nova sociedade – a liquidar a mencionada dívida¹⁴⁵.

Ora, nas últimas décadas, desenvolveu-se uma corrente doutrinal que, muito embora reconheça a presença de assistência financeira nos casos de fusão alavancada, qualifica-a como uma modalidade *lícita* da mesma, na medida em que os bens jurídicos que o legislador visou proteger com a consagração da referida proibição encontrar-se-iam já suficientemente garantidos através da verificação dos requisitos específicos da fusão¹⁴⁶. Argumenta-se que a presença, nestas operações, de garantias específicas prestadas tanto a favor dos credores, como dos sócios minoritários afectados¹⁴⁷, torna desnecessária a protecção concedida pela proibição^{148/149}.

Não podemos concordar. Em primeiro lugar, não cremos que a norma em análise distinga entre casos *lícitos* e *ilícitos* de assistência financeira (excluindo, naturalmente, as duas excepções consagradas pelo n.º 2 do art. 322.º). Em segundo lugar, julgamos que não se poderá retirar, da análise do mencionado preceito, que o legislador tenha pretendido salvaguardar um determinado nível de protecção, a partir do qual os negócios de assistência financeira passam a ser admitidos. Por outras palavras, o art. 322.º não consagra um certo grau de protecção que, quando atingido, resulta na exclusão da sua aplicação aos casos que o ultrapassem. Acresce ainda que esta opinião doutrinal não leva em consideração o facto de existirem outros interesses em jogo, que se vêm afectados por um LBO,

¹⁴⁵ Destaca-se, assim, que, nos LBO, a fusão afasta-se dos seus fins usuais e é predominantemente orientada para a aquisição do controlo da sociedade adquirida, através do recurso à alavancagem financeira sobre o seu património. Cfr. OSÓRIO, *op. cit.*, p. 190.

¹⁴⁶ Sobre o regime jurídico da fusão, cfr. RAUL VENTURA, *Comentário ao Código das Sociedades Comerciais – Fusão, Cisão, Transformação de sociedades (Parte Geral, artigos 97.º a 140.º)*, Coimbra, Almedina, 1990 e JOSÉ DRAGO, *Fusão de Sociedades Comerciais*, Coimbra, Almedina, 2007.

¹⁴⁷ Sobre a protecção concedida aos *sócios prejudicados*, cfr. DIOGO COSTA GONÇALVES, *Fusão, Cisão e Transformação de Sociedades Comerciais – A posição jurídica dos sócios e a delimitação do statuo viae*, Coimbra, Almedina, 2008, pp. 237 e ss. e DOMINGOS SALVADOR ANDRÉ BAXE, *A tutela dos direitos dos sócios em sede de fusão, cisão e transformação de sociedades*, Coimbra, Almedina, 2010.

¹⁴⁸ PAZ-ARES e PERDICES HUETOS («Los Negocios...», p. 463) afirmam que «no se ve por qué mantener el rigor de tal prohibición». Defende igualmente este argumento OSÓRIO, *op. cit.*, p. 209.

¹⁴⁹ Já houve, pelo menos, uma decisão jurisprudencial neste sentido: o Tribunal da Relação da Província de Madrid decidiu, em Janeiro de 2007, não aplicar a proibição em apreço ao caso particular de uma fusão no seguimento de uma OPA «because [a fusão] is a process that already provides specific safeguards for creditors and minority shareholders» (FERNANDEZ-RANADA, *op. cit.*, p. 20).

que não apenas a protecção dos credores e sócios minoritários¹⁵⁰. Não nos convence, por fim, o argumento de que este é efectivamente um caso de assistência financeira, mas lícito porquanto, a ser considerado ilícito, teria que ser nulo, e tal seria incompatível com a taxatividade das causas de nulidade previstas no art. 117.º. Sobretudo, porquanto cremos que jamais se poderia considerar este preceito como uma norma *especial*, que se sobrepõe ao art. 322.º¹⁵¹; quando muito, seria precisamente o oposto, consistindo as normas que regulamentam a fusão no regime geral, e o dispositivo referente à proibição de assistência financeira no regime especial. Mais, julgamos que este argumento padece de um vício lógico de raciocínio: considerar-se determinado caso como não abrangido na previsão legal, porquanto não se lhe poderá aplicar a respectiva estatuição.

No entanto, reconhecemos a dificuldade de conciliação destas duas normas. Uma vez mais, a tónica deverá estar na finalidade com que é celebrado o negócio de fusão: enquanto que o art. 117.º consagra causas formais de nulidade da fusão, o art. 322.º estabelece uma regra geral de nulidade aplicável a todos os negócios (de fusão e outros) em que a finalidade ilícita, que se visa evitar, esteja presente.

Assim, somos forçados a concluir que, sempre que a operação concreta de fusão alavancada seja celebrada com o propósito ou a finalidade de facilitar a um terceiro – no caso, não apenas a aquisição de acções, mas – a tomada de controlo da sociedade assistente, fazendo recair sobre o património desta a dívida assumida com vista à mencionada aquisição¹⁵², a mesma será nula por violação da proibição de assistência financeira, independentemente do preenchimento dos requisitos exigidos pelos art. 97.º e ss. do CSC¹⁵³.

Também aqui, a questão conduzir-se-á, na prática, a um problema de prova, que, visando elementos subjectivos ou intenções, não facilita a detecção da ocorrência concreta deste tipo de situações. De todo o modo, é inegável que a aplicação da proibição em análise a casos de LBO resulta,

¹⁵⁰ Neste sentido, cfr. MARÍA CRISTINA FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, «La prohibición de asistencia financiera para la adquisición de las propias acciones como obstáculo a ciertas compras apalancadas de empresas, o leveraged buy-outs», in *RDM* (232), Abril/Junho, 1999, pp. 610-612.

¹⁵¹ No sentido oposto, clamando basear-se num critério de «*subsunção*», v. OSÓRIO, *op. cit.*, p. 204.

¹⁵² A circunstância de a dívida ter sido contraída para financiar a aquisição, e não para prosseguir o negócio da sociedade incorporante, pode, inclusivamente, ter consequências a nível fiscal, designadamente a não-aceitação dos respectivos juros como custo fiscal.

¹⁵³ Contra, muito embora reconhecendo a relevância do elemento intencional, OSÓRIO, *op. cit.*, pp. 199 e ss..

frequentemente, num constrangimento do mercado societário, desincentivando reestruturações que se poderiam revelar de impacto positivo sobre o mesmo. Com efeito, e não obstante os perigos que rodeiam tais operações, as mesmas possuem, simultaneamente, vantagens inquestionáveis¹⁵⁴, sobretudo no que concerne à eficiência e competitividade das empresas e do próprio mercado¹⁵⁵.

Em tais vantagens radica o fundamento do movimento doutrinal que se sentia desde há décadas no sentido da flexibilização das regras de assistência financeira – com o conseqüente *relaxamento* dos procedimentos de fusão alavancada – e que conduziu, em última análise, à Directiva 2006/68/CE.

VII. A Directiva 2006/68/CE

Considerando que a sua «*primeira prioridade*»¹⁵⁶ consistia na promoção da eficiência e competitividade das empresas, designadamente através da simplificação de algumas das regras que as coarctavam por imposição comunitária, foi sem surpresas que a reforma da Segunda Directiva se reflectiu, entre outras, numa alteração significativa do regime da assistência financeira – no seguimento, aliás, dos apelos realizados pela doutrina desde a sua consagração inicial. Com efeito, é inegável o escopo de flexibilização e modernização que perpassa as alterações preconizadas pela Directiva 2006/68/CE¹⁵⁷, que consistiu, assim, no culminar de um longo processo de revitalização do direito europeu das sociedades, iniciado uma década antes da sua publicação¹⁵⁸.

¹⁵⁴ Para uma esquematização das vantagens e desvantagens, técnico-jurídicas e económicas, dos LBO, cfr. GAUGHAN, *op. cit.*, pp. 261 e ss., e FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, *op. cit.*, pp. 609 e ss..

¹⁵⁵ É inegável que os LBO, enquanto técnica de reestruturação de empresas, permitem que estas adquiram uma dimensão e estrutura adequada aos níveis de competitividade que exige o mercado hodierno, designadamente através do aproveitamento de economias de escala. Para mais acerca das vantagens da simplificação da legislação sobre LBO, sobretudo quanto à simplificação das estruturas utilizadas e conseqüente redução de custos, v. GRAHAM DEFRIES, OLIVIA GUEGUEN e KRISTINA KARBACH, «Liberating LBOs» in *International Financial Law Review* (2008), pp. 1 e ss..

¹⁵⁶ Cfr. Preâmbulo da Directiva.

¹⁵⁷ Conforme referido na NR 9 *supra*, de ora em diante designada simplesmente por Directiva.

¹⁵⁸ Em Maio de 1996, a Comissão Europeia lançou uma iniciativa – *Simpler Legislation for the Internal Market*, profeticamente abreviada para *SLIM* –, cujo objectivo visava identificar possíveis formas de simplificar a legislação do mercado único, designadamente na área do

Porém, é igualmente patente que a mesma Directiva pretendeu fazê-lo sem diminuir a protecção dos accionistas e credores sociais¹⁵⁹. Na verdade, e não obstante dever ser-lhe reconhecido o mérito de consistir na primeira iniciativa comunitária no sentido de relaxamento das operações de assistência financeira, o grau de exigência dos requisitos consagrados pela Directiva¹⁶⁰ tornam este expediente «*time-consuming, costly, capable of ruining the risks of transaction-disrupting minority shareholder actions and able to expose directors to excessive personal risks*»¹⁶¹.

Senão, vejamos – de acordo com a nova redacção do art. 23.º da Segunda Directiva, as operações de assistência financeira passam a estar sujeitas às seguintes condições^{162/163}: em primeiro lugar, devem realizar-se sob a responsabilidade do órgão de administração em condições justas de mercado¹⁶⁴, especialmente no que concerne aos juros pagos à socie-

direito societário. Uma das suas incumbências era, precisamente, rever as regras sobre a assistência financeira. Ora, após a sua análise, a equipa SLIM recomendou que a respectiva proibição fosse reduzida «*a um mínimo prático*», considerando que o custo da sua manutenção era «*considerável e injustificado*» (cfr. «Recommendations by the Company Law SLIM Working Group on the Simplification of the 1st and 2nd Company Law Directives», disponível em http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/official/6037en.pdf consultado pela última vez em 31 de Março de 2011). Em Setembro de 2001, foi constituído o Grupo de Alto Nível de Peritos no domínio do Direito das Sociedades (também conhecido como Grupo «Winter»), com o objectivo de «*iniciar a discussão sobre a necessidade de modernização do direito societário europeu*», o qual apresentou a mesma conclusão a propósito desta matéria. Consequentemente, na sua Comunicação ao Conselho e ao Parlamento Europeu, a Comissão corroborou a necessidade de modernizar o direito societário, tornando-o flexível e dinâmico, o que conduziu a que, em 6 de Setembro de 2006, fosse apresentada a Directiva 2006/68/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho da União Europeia. Para uma análise do plano de acção comunitário para o direito societário, v. THEODOR BAUMS, «European Company Law Beyond the 2003 Action Plan» in *EBOR* (8), 2007, pp. 143-160.

¹⁵⁹ Cfr. Preâmbulo da Directiva.

¹⁶⁰ Ridicularizando a situação, BEN WARD e SHARON WATTERS («Less effect than you'd think» in *International Financial Law Review* (2008), pp. 2 e ss.) prepararam uma extensíssima *check list* que, segundo os Autores, os administradores da sociedade assistente deverão verificar aquando da realização deste tipo de operações.

¹⁶¹ EILIS VERONICA FERRAN, «Simplification of European Company Law on Financial Assistance» in *EBOR* (6), 2005, p. 93.

¹⁶² A Directiva veio igualmente clarificar que a operação de assistência financeira pode ser realizada «*directa ou indirectamente*», na esteira do que era reclamado há décadas pela doutrina. Cfr., p. ex., FLORES DOÑA, «Asistencia financiera...», pp. 1400-1401.

¹⁶³ Alguns autores lamentam que o legislador comunitário não tenha «*ido mais longe*» na definição do conceito de assistência financeira. Cfr., p. ex., VELASCO SAN PEDRO, «La Reforma...», pp. 21-25.

¹⁶⁴ Sem pretender abordar, por ora, a problemática do preenchimento do conceito (indefinido) de «*condições justas de mercado*», tendemos a concordar com VELASCO SAN PEDRO,

dade e às garantias oferecidas pelos empréstimos e pelos adiantamentos constitutivos do negócio de financiamento. De igual modo, o preço pago pelo(s) terceiro(s), pelas acções adquiridas ou subscritas em consequência do financiamento, deve ser «justo»¹⁶⁵, e a sua fiabilidade creditícia deverá ter sido, previamente à operação, devidamente analisada. As operações estão sujeitas à aprovação *ex ante* da assembleia geral^{166/167} da sociedade assistente, após apresentação, pelo respectivo órgão de administração, de um relatório escrito¹⁶⁸ indicando as razões da operação, o interesse da sociedade na sua realização, as condições em que a mesma é efectuada, os riscos que implica para a liquidez e solvabilidade da sociedade e o preço a que o(s) terceiro(s) adquirirá(ão) as acções. Por fim, a operação global¹⁶⁹ não deve ocasionar a redução dos activos líquidos para um nível inferior à soma do montante do capital subscrito e das reservas legal ou estatutariamente indisponíveis¹⁷⁰, devendo a sociedade incluir no passivo do seu balanço uma reserva no montante da assistência financeira global concedida, reserva essa cuja distribuição é vedada.

Afigura-se-nos que alguns destes requisitos, excessivamente rígidos e onerosos, configuram, na prática, verdadeiros obstáculos à utilização do mecanismo da assistência financeira pelas empresas.

Designadamente, parece-nos irrealista que administradores profissionais, sobretudo de grandes sociedades, assumam os riscos adicionais que

«La Reforma...», p. 27, quando afirma que estas corresponderão, em regra, às contraprestações que resultariam do livre funcionamento do mercado numa situação similar.

¹⁶⁵ Sobre o conceito de «preço justo» neste âmbito, de que não nos ocuparemos no presente artigo, cfr. LUCIA STAROLA, «Acquisto di azioni proprie e assistenza finanziaria» in *Corriere Tributario* (33), 2008, pp. 2654-2658, *maxime* pp. 2656-2657.

¹⁶⁶ É exigida a aprovação por uma maioria não inferior a $\frac{2}{3}$ do capital subscrito representado. Cfr. art. 40.º da Segunda Directiva, *ex vi* art. 23.º da Directiva. Está afastada, assim, uma autorização geral ou, até, estatutária de operações de assistência financeira.

¹⁶⁷ Quanto à vinculação do órgão de administração à deliberação da assembleia geral, cfr. VELASCO SAN PEDRO, «La Reforma...», pp. 31 e ss..

¹⁶⁸ O referido relatório deve ser registado.

¹⁶⁹ CARMEN ALONSO LEDESMA, («Propuesta de modificación de la segunda Directiva de Sociedades relativa a la Constitución de la Sociedad Anónima y al mantenimiento y modificación de su capital» in *RdS* (24), 2005, Aranzadi, pp. 511-526, *maxime* p. 521) alerta para o facto de este limite se aplicar ao conjunto das operações que consubstanciam assistência financeira, e não a cada uma individualmente, sob risco de se contornar facilmente este requisito recorrendo a operações múltiplas.

¹⁷⁰ Deduzindo-se o capital subscrito ainda não exigido, quando este último não estiver contabilizado no activo do balanço, e tomando-se também em consideração qualquer redução dos activos líquidos que possa ter ocorrido em virtude da aquisição de acções próprias pela sociedade ou por sua conta.

sobre eles recaem como condição para a realização de operações de assistência financeira¹⁷¹. Com efeito, repare-se que, para além de ser a estes que incumbe a iniciativa, a negociação e a concretização da operação de assistência financeira, cumpra-lhes ainda investigar a fiabilidade creditícia do terceiro e pugnar pela entrada, nos cofres da sociedade, de uma contraprestação justa, derivada de uma operação praticada em condições justas de mercado. Caso se venha a revelar que a operação realizada incumpra estes requisitos, estes administradores serão responsabilizados.

Surgem, a este propósito, duas questões: a primeira refere-se ao tipo de responsabilidade aplicável. Na ausência de tratamento expresso desta questão na Directiva, é forçoso concluir que se continuará a aplicar, quanto a este ponto, o regime previsto no ordenamento jurídico de cada país: entre nós, seria a responsabilidade civil consagrada no art. 72.º do CSC, bem como a responsabilidade penal prevista no art. 510.º do mesmo diploma. A segunda questão reporta-se ao impacto que assume a deliberação da assembleia geral sobre a responsabilidade civil que pode decorrer, para os administradores, desta operação: considerando que a deliberação da concessão de assistência financeira é posta à votação em face de um relatório pormenorizado, elaborado pelo órgão de administração, de onde deverá resultar o preenchimento dos requisitos *supra* descritos no caso concreto, julgamos que a aprovação da mesma, pelos sócios da sociedade assistente, deveria conduzir à exoneração dos respectivos administradores de qualquer responsabilidade civil que lhes pudesse ser eventualmente imputada¹⁷².

Suscita igualmente dúvidas o momento que deverá ser considerado relevante para efeitos da aferição do preenchimento, na hipótese de que especificamente se trate, dos requisitos previstos na Directiva para as operações de assistência financeira¹⁷³. Deverá ser aquando da deliberação da assembleia geral? Ou no momento de concessão do financiamento ou, ainda, de aquisição das acções? Em face da eliminação do requisito, originariamente previsto na Proposta de Directiva¹⁷⁴, relativo à manutenção da solvência e liquidez da sociedade pelos cinco anos seguintes à operação

¹⁷¹ Neste sentido, cfr. LÓPEZ MATÉO, *op. cit.*, p. 596.

¹⁷² O que levaria, entre nós, à aplicação do disposto no n.º 5 do art. 72.º.

¹⁷³ A questão coloca-se igualmente em matéria de acções próprias, muito embora, nesse caso, a dúvida se coloque apenas entre o momento da deliberação e o momento de aquisição. Para mais sobre este assunto, cfr. CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, «A Contrapartida da Aquisição de Acções Próprias» in *RDES* (ano XXX, 3), Julho/Setembro, 1988, pp. 249 e ss. e COUTINHO DE ABREU, *op. cit.*, pp. 392 e ss..

¹⁷⁴ Disponível em www.europa.eu, consultado pela última vez em 31 de Março de 2011.

de assistência financeira¹⁷⁵ – o que aplaudimos, uma vez que a sua consagração implicaria um grave obstáculo para a aplicabilidade prática deste regime –, conclui-se que não se exige que os requisitos se mantenham preenchidos durante um certo período temporal, após a operação de assistência financeira. Dever-se-á entender, porém, que se deverão manter durante todo o período de vigência do empréstimo ou da garantia eventualmente concedidos?

Acresce que, se parece razoável a exigência de *preços justos, condições justas de mercado e utilização exclusiva de reservas distribuíveis* – o que apenas comprova que a função de garantia do capital social (e conseqüente perigo de liquidação encoberta em operações de assistência financeira sem a contrapartida adequada) permanece na mente do legislador –, a doutrina já não aceita unanimemente a racionalidade ou sensatez, sobretudo nas condições financeiras actuais, da dupla exigência económica fixada: utilização exclusiva de reservas disponíveis e criação de uma dotação correspondente de reserva indisponível. A inclusão desta dupla barreira quantitativa¹⁷⁶, sobretudo do segundo requisito (económico-contabilístico), pese embora a circunstância de ter sido reclamada por alguma doutrina como requisito de segurança para evitar o esvaziamento do património social de bens com liquidez (ou *asset stripping*)¹⁷⁷, tem sido criticada como excessiva no âmbito da assistência financeira¹⁷⁸. Karolczyk, p. ex., entende que «(...) *the requirement of creating a reserve capital from the company's net income might sabotage the whole idea*»¹⁷⁹.

¹⁷⁵ Em sentido oposto, considerando que a adopção deste requisito seria dar «*un paso importante en la superación de la concepción tradicional del capital social*», VELASCO SAN PEDRO, «La Reforma...», pp. 33-34.

¹⁷⁶ LÓPEZ MATÉO, *op. cit.*, p. 585, afirma que se poderia ter mantido, neste ponto, o regime anterior, concluindo que seria suficiente «*llorar por un solo ojo*».

¹⁷⁷ V. Capítulo IV *supra*.

¹⁷⁸ FERRAN («Simplification...», *op. cit.*, p. 96), critica a obrigatoriedade de criação de uma reserva não distribuível, qualificando-a como um corolário da *doutrina do capital social* que esta Autora considera ultrapassada (não obstante reconheça que a Europa ainda não está «*politicamente pronta*» para a abandonar). Também relaciona as alterações preconizadas pela Directiva com a teoria do capital social JOHN ARMOUR, «Legal Capital: an outdated concept?», in *EBOR* (2006), pp. 1 e ss., e MASSIMO MIOLA, «Legal Capital and Limited Liability Companies: the European Perspective», in *ECFR* (2005), pp. 413-486. Para uma análise crítica da solução do legislador português consagrada no DL 64/2009, v. PAULO DE TARSO DOMINGUES, «O capital social como entrave ao funcionamento das sociedades. Os novos conceitos e regime de capital social introduzidos pelo DL 64/2009 são solução?» in *DSR* (2), Outubro, 2009, pp. 175 e ss.. Sobre a temática da subcapitalização das sociedades, cfr. RUI PINTO DUARTE, «A subcapitalização das sociedades no direito comercial», in *RevF*, n.º 76/77 (Março/Abril 1996), Ano VIII, pp. 55-64.

¹⁷⁹ KAROLCZYK, *op. cit.*

Também a exigência de aprovação *ex ante* pela assembleia geral tem sido questionada¹⁸⁰: particularmente em sociedades abertas e com o capital social disperso, este requisito não parece ser compatível com a natureza comercialmente sensível e *time-critical* destas operações. Aconselhar-se-ia, pois, a admissibilidade de aprovações *ex post*, na forma de deliberações de ratificação da actuação dos administradores, em prol das exigências de celeridade que caracterizam o tráfego económico dos nossos dias. O perigo de que as mesmas possam vir a não ser aprovadas não ultrapassa, segundo cremos, o risco de que muitas operações não se venham a concretizar por não se compadecerem com a demora associada à convocação e aprovação de uma deliberação em assembleia geral.

Em suma, muito embora seja inegável que as alterações introduzidas pela Directiva vão no sentido da flexibilização das operações de assistência financeira – e, conseqüentemente, das operações que se possam subsumir à proibição de assistência financeira, tal como os LBO –, não se pode afirmar que as mesmas detenham grande impacto a nível da sua *facilitação*, devido à rigidez (e, quanto a certos aspectos, inclusive irrealismo) das condições exigidas¹⁸¹, não permitindo, pois, vaticinar um aumento exponencial da sua ocorrência¹⁸².

Conclusões

De tudo quanto acima se expôs, poder-se-ão extrair as seguintes conclusões:

I. A proibição de assistência financeira – que, entre nós, se encontra consagrada no art. 322.º do CSC – não é passível de ser fundamentada, sobretudo com a amplitude que a caracteriza, mediante o recurso a um

¹⁸⁰ Cfr. FERRAN, «Simplification...», *op. cit.*, p. 96.

¹⁸¹ Em sentido oposto, cfr. VELASCO SAN PEDRO, «La Reforma...», p. 6: «*Si hubiera que resumir com una sola palabra esta última reforma, yo elegiría flexibilización*» (realce do Autor).

¹⁸² No mesmo sentido, veja-se KAROLCZYK, *op. cit.*, que, referindo-se aos LBO, afirmou: «*It is good to remove the general prohibition of financial assistance. But it won't necessarily attract investors*»; PAOLO SANTELLA e RICCARDO TURRINI, «Capital Maintenance in the EU: Is the Second Company Law Directive Really That Restrictive?» in *EBOR* (9), 2008, p. 448, concluem que «*the risks of abusive financial assistance can be reduced by other and better targeted legal provisions*», que não as condições a que passam a estar sujeitas as operações que envolvam assistência financeira; STRAUB, *op. cit.*, conclui que «*(...) some of the conditions required for financial assistance are considered to be too burdensome (...). Unfortunately, the new rules are so cumbersome that companies are unlikely to be able to take advantage of the new opportunities*».

único princípio jurídico-societário, na medida em que são diversas as classes de riscos (patrimoniais, administrativos, etc.) que a mesma visa evitar;

II. Nesse sentido, encontra-se ultrapassada a tese que qualifica a proibição de assistência financeira como um mero complemento ao regime que tutela a aquisição, pela sociedade, das suas acções próprias;

III. A nosso ver, a proibição assenta numa presunção abstracta de lesividade dos resultados das operações de assistência financeira – resultados esses que o legislador pretendeu evitar mediante a consagração de uma presunção de ilicitude, *iuris et de iure*, incidente sobre o contrato de financiamento celebrado nesse âmbito;

IV. Esta presunção baseia-se, essencialmente, no carácter materialmente societário do negócio de financiamento, expresso na finalidade que lhe subjaz: facilitar ao terceiro a subscrição ou aquisição de acções da sociedade; em suma, pretende-se evitar a instrumentalização do património social a favor daqueles que pretendem aceder à condição de accionistas ou reforçar a sua posição na sociedade;

V. A aplicação da proibição de assistência financeira depende do preenchimento cumulativo de dois requisitos objectivos – o negócio de financiamento, por um lado, e a conseqüente aquisição ou subscrição de acções, pelo outro –, e de um requisito subjectivo, assente na finalidade que preside à operação – exige-se, assim, uma vontade concertada entre a sociedade e o terceiro no sentido de facilitar a aquisição ou subscrição de acções;

VI. No que concerne ao primeiro requisito objectivo, defendemos uma interpretação lata da formulação utilizada pelo legislador, passível de abranger, para além dos «*empréstimos*» e das «*garantias*», todos os actos negociais cujo resultado económico seja o mesmo;

VII. Tal interpretação lata encontra-se, de resto, legitimada pela expressão «*fornecer fundos*», a qual permite incluir no escopo da proibição em apreço quaisquer actos ou contratos que impliquem uma atribuição patrimonial efectuada com o propósito de auxiliar o terceiro na subscrição ou aquisição de acções da sociedade;

VIII. Por esse motivo, e atenta a ausência de qualquer referência relativa ao conteúdo económico da operação *sub iudice*, dever-se-á entender que o disposto no art. 322.º abrange negócios de financiamento economicamente neutros, *i.e.*, que não provoquem um declínio no património da sociedade assistente;

IX. O segundo requisito objectivo diz respeito ao acto de aquisição ou subscrição de acções da sociedade assistente – cuja verificação, pese embora a sua relevância probatória e o facto de completar o tipo normativo do ponto de vista da sua execução material, não é pressuposto da aplicação da presente proibição;

X. O mesmo não sucede com o requisito subjectivo: a proibição de assistência financeira incide apenas sobre a utilização de fundos societários que se destine a coadjuvar o terceiro na aquisição ou subscrição de acções. Este desiderato deverá ser comum a ambas as partes – sociedade assistente e terceiro que adquire as acções –, e determinante para a realização do negócio de financiamento;

XI. A aproximação ou afastamento temporal dos actos materiais de financiamento e de aquisição de acções é irrelevante, consistindo apenas em (mais) um indício de que o julgador lançará mão para o efeito de aferir do intuito que presidiu à operação. Do mesmo modo, a ordem cronológica por que ocorrem os mencionados actos de financiamento e de aquisição de acções é também irrelevante; essencial, uma vez mais, é o respectivo elemento finalístico;

XII. Quanto à estrutura negocial, a proibição de assistência financeira abrange quer aqueles casos nos quais a SA concede fundos directamente ao terceiro que subscreve ou adquire as acções, quer aqueles outros nos quais a assistência financeira se materializa através de um sujeito mediato (seja o sócio que se predispôs a vender as acções, seja um quarto interveniente como, p. ex., um banco) – fulcral, porém, é que, em tais casos, o financiamento concedido pela sociedade não resulte apenas na aquisição de acções pelo terceiro, mas que reverta num benefício para este último;

XIII. Quanto aos seus efeitos económicos, a proibição em apreço abrange não apenas as operações que implicam a atribuição de uma vantagem patrimonial ao terceiro, com o conseqüente declínio dos recursos sociais, como aquelas que, na perspectiva da sociedade, são economicamente neutras; compreende ainda aquelas operações que implicam o recurso ao endividamento social, de tal modo que se produza uma alavancagem financeira sobre o património da sociedade (tipicamente em operações de reestruturação social ou tomada de controlo);

XIV. O art. 322.º prevê duas excepções à proibição que ora nos atém: a primeira diz respeito às transacções que se enquadram «nas operações correntes dos bancos ou de outras instituições financeiras» (o que, em face da importância atribuída ao elemento subjectivo atrás analisado, tem sido entendido como um privilégio injustificado concedido ao sector bancário); a segunda refere-se às operações efectuadas «com vista à aquisição de acções pelo ou para o pessoal da sociedade ou de uma sociedade com ela coligada» (em prol de fins macroeconómicos de política empresarial);

XV. Em qualquer dos casos, prevê-se que de tais operações não poderá resultar que o activo líquido da sociedade se torne inferior à soma do capital subscrito e das reservas legal ou estatutariamente indisponíveis;

XVI. As operações concluídas em violação da proibição consagrada no art. 322.º (assim como aquelas que se enquadrem numa das excepções permitidas, mas que não cumpram o requisito elencado no ponto anterior) são, nos termos do n.º 3 do mesmo artigo, nulas – nulidade essa que, a nosso ver, afecta não apenas o negócio de financiamento, mas, também, a própria aquisição ou subscrição de acções;

XVII. Os *leveraged buy-outs*, enquanto técnica de aquisição de uma participação accionista maioritária ou total de uma sociedade, na qual a aportação de meios financeiros pelos compradores é inexistente ou pouco significativa e o custo económico-financeiro da aquisição recai sobre a própria sociedade adquirida, encontram-se abrangidos pela proibição em análise (seja directamente, por via da sua inclusão na cláusula geral que, em Portugal, se consubstancia na expressão «ou por qualquer outra forma fornecer fundos», seja indirectamente, por via da figura da fraude à lei («*fraus omnia corrumpit*»)), na medida em que o seu resultado material se reconduz ao efeito nocivo que o legislador pretendeu, precisamente, evitar: o de ser a sociedade adquirida a suportar, com o seu património social, o custo da sua própria aquisição, ocorrendo um aumento significativo do seu coeficiente de endividamento com o consequente resultado de alavancagem financeira sobre o seu património social;

XVIII. No que concerne especificamente aos *merger LBO* – ou fusões alavancadas – alguma doutrina tem defendido que a presença dos requisitos e cautelas atinentes às operações de fusão afastam, porque tornam desnecessária, a proibição de assistência financeira. Esta tese radica, porém, no entendimento de que a aludida proibição visa unicamente proteger os credores e sócios minoritários, não levando em consideração o facto de existirem outros interesses em jogo. Acresce que o art. 322.º não prevê um certo nível de protecção que, uma vez atingido, torna desnecessária a respectiva estatuição, pelo que tal argumento não encontra apoio legal;

XIX. Conclui-se, pois, que, sempre que a operação concreta de fusão alavancada seja celebrada com o propósito ou a finalidade de facilitar a um terceiro – no caso, não apenas a aquisição de acções, mas – a tomada de controlo da sociedade assistente, fazendo recair sobre o património desta a dívida assumida com vista à mencionada aquisição, a mesma será nula por violação da proibição de assistência financeira, independentemente do preenchimento dos requisitos exigidos pelos art. 97.º e ss. do CSC;

XX. A Directiva 2006/68/CE, a qual não foi transposta para o ordenamento jurídico nacional, surgiu com o intuito de proceder à simplificação das regras societárias a nível comunitário, designadamente daquelas que respeitam à assistência financeira – tendo abolido, conseqüentemente, a

respectiva proibição absoluta e consagrado um regime que sujeita a validade de tais operações ao preenchimento de um conjunto de requisitos cumulativos;

XXI. Na prática, porém, verifica-se que o excessivo rigor e onerosidade dos requisitos estipulados afastam a flexibilização que havia sido vaticinada, configurando verdadeiros óbices à utilização do mecanismo da assistência financeira pelas empresas;

XXII. Assim, não obstante seja inegável que as alterações introduzidas pela Directiva vão no sentido da flexibilização das operações de assistência financeira – e, conseqüentemente, das operações que se possam subsumir à proibição de assistência financeira, tal como os LBO –, não se pode afirmar que as mesmas detenham grande impacto a nível da sua *facilitação*, não se prevendo, pois, um aumento exponencial da sua ocorrência.

Reflexão final

Em Junho de 1962, Lord Jenkins afirmava, no seu Relatório¹⁸³, que a proibição de assistência financeira «*has proved to be an occasional embarrassment to the honest without being a serious inconvenience to the unscrupulous*». Quase meio século volvido, somos forçados a concluir que pouco mudou nesta matéria, parecendo poder retirar-se, hoje, precisamente a mesma conclusão.

Para a maior parte da doutrina, a proibição de assistência financeira permanece excessiva, injustificada e incompreendida. Mais, a falta de harmonização sentida neste instituto, bem como a indefinição dos conceitos utilizados, contribuem para que, nos nossos dias, esta proibição seja ainda um constrangimento ocasional para operações com intuitos profícuos e honestos, sem consistir num embaraço significativo para negócios com fins menos escrupulosos.

Tome-se como exemplo o caso dos *leveraged buy-outs*. Parece-nos evidente que, na pureza dos conceitos – e sem prejuízo das suas inúmeras vantagens –, este tipo de operações viola a proibição de assistência financeira; *rectius*, viola a teleologia que subjaz à aludida proibição. Contudo, na prática, as fusões alavancadas continuam a realizar-se. Tal não se deve, segundo cremos, a uma vontade generalizada de elidir a lei comercial; nem, tão-pouco, ao facto desta proibição não merecer a concordância da

¹⁸³ A versão integral e original do Relatório Jenkins está disponível, na língua inglesa, em http://www.takeovers.gov.au/content/Resources/other_resources/downloads/jenkins_committee.pdf (consultado pela última vez em 31 de Março de 2011).

maioria da doutrina. Deve-se, sim, à incompreensão gerada em torno da própria existência da proibição de assistência financeira, sobretudo com a amplitude com que (ainda) se encontra, entre nós, consagrada: existe, naturalmente, uma justificada dificuldade em observar uma proibição que está longe de ser cristalina, quer quanto aos seus fundamentos, quer no que concerne aos seus pressupostos.

Conforme acima se expôs, defendemos que a consagração da proibição de assistência financeira assenta numa presunção de lesividade dos resultados (prejudiciais) que dela podem decorrer. Mas não apenas tal não justifica a amplitude com que a mencionada proibição se encontra consagrada, como é inequívoco que a mesma pode resultar, por vezes, num constrangimento do mercado societário.

Por esse motivo, a iniciativa comunitária consubstanciada na Directiva 2006/68/CE merece nota positiva. Deverá, pelo menos, ser-lhe reconhecido o mérito de catalisar o renascimento da discussão legislativa sobre a temática da assistência financeira, bem como o seu evidente escopo de flexibilização e incremento de competitividade comercial.

Porém, é inegável que a mesma Directiva se revela algo desapontante (quicá, até frustrante) face às expectativas que alimentava a generalidade da doutrina¹⁸⁴. Muito embora esteja no caminho correcto, o legislador comunitário foi, ainda assim, demasiado cauteloso e conservador para que os tão proclamados objectivos de flexibilização e promoção da eficiência das empresas se traduzissem em efeitos práticos no mercado. Nessa medida, cremos que não se sentirão diferenças significativas entre as possibilidades que assistem às empresas portuguesas, quanto a esta matéria, e aquelas de que passam a dispor as empresas sedeadas nos países onde a aludida Directiva foi transposta.

Não obstante, criticamos esta opção do legislador português. Não, repita-se, porquanto julgamos que o mercado português tenha ficado em desvantagem no que concerne às inúmeras operações que envolvem assistência financeira – e, conseqüentemente, se venha a ressentir –, mas sim porque uma «permissão condicionada», por muito restrita que seja,

¹⁸⁴ Neste sentido, cfr., p. ex., STRAUB (*op. cit.*): «*The new rules did not enjoy a warm welcome*»; DELMOTTE, *op. cit.*, p. 3: «*the new rules [não foram bem sucedidas] (...) because some of the conditions required for financial assistance are considered to be too burdensome*»; LÓPEZ MATÉO, *op. cit.*, p. 585: «*(...) la solución '2006/68' no despierta pasiones*», ou, ainda, EDDY WYMEERSCH, «*Reforming the Second Company Law Directive*», (disponível em <http://ssrn.com/abstract=957981>, consultado pela última vez em 31 de Março de 2011): «*[t]he hopes for relaxation of the regime on financial assistance has not been achieved: the prohibition is abolished, but the procedures are heavy and the reservation requirement excessive. A missed chance!*» (realce nosso).

é, ainda assim, preferível a uma «proibição absoluta». E, mais, na medida em que esta mudança de paradigma – ainda que tímida – representa o primeiro passo de um processo de simplificação reclamado pela doutrina desde a consagração inicial deste instituto, o qual esperamos que culmine, um dia, senão na abolição integral da proibição de assistência financeira, pelo menos na sua efectiva flexibilização.